

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LA
Défense de l'Épargne française
CONTRE
l'Emission et le Commerce en France
DES
VALEURS MOBILIÈRES ÉTRANGÈRES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Jeudi 5 juin 1913, à 1 h. 1/2

PAR

Jean MEEUS

Président : M BERTHÉLEMY, *professeur*
Suffragants { MM. JÈZE, *professeur*
BARTHÉLEMY, *professeur*

PARIS (V^e)
V. GIARD & BRIÈRE
LIBRAIRES-ÉDITEURS
8, rue Soufflot et 12, rue Toullier

—
1913

THÈSE
POUR
LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

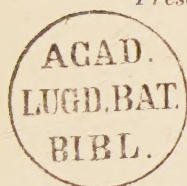
LA
Défense de l'Épargne française
CONTRE
l'Emission et le Commerce en France
DES
VALEURS MOBILIÈRES ÉTRANGÈRES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Jeudi 5 juin 1913, à 1 h. 1/2

PAR

Jean MEEUS



Président : M. BERTHÉLEMY, *professeur*
Suffragants { MM. JÈZE, *professeur*
BARTHÉLEMY, *professeur*

PARIS (V^e)

V. GIARD & BRIÈRE

LIBRAIRES-ÉDITEURS

8, rue Soufflot et 12, rue Toullier

1913



Digitized by the Internet Archive
in 2026

La Défense de l'Épargne française

CONTRE

l'Émission et le Commerce en France

DES

VALEURS MOBILIÈRES ÉTRANGÈRES

AVANT-PROPOS

L'ÉPARGNE FRANÇAISE ET LES VALEURS
MOBILIÈRES ÉTRANGÈRES

L'épargne, ses conséquences, les répercussions de son développement ont une portée telle qu'on ne peut pas dire qu'elle ne s'étende pas à presque toutes les questions de l'Économie politique.

Prélèvement effectué dans un esprit d'économie et de prévoyance, par le travailleur sur le produit de son travail, ou par le rentier sur le montant de ses revenus, l'épargne est, par le placement, le moteur par excellence du développement et du morcellement de la propriété ; c'est par elle que se forment et grandissent les fortunes ; c'est d'elle

qu'est né le « capital », au sens étroit du mot, qui sert de cible à tant d'attaques.

Envisagée à ce dernier point de vue, elle est loin d'avoir la sympathie de certaines doctrines ; mais il ne saurait s'agir, dans les critiques qui peuvent lui être adressées, que de considérations aboutissant à des conclusions utopiques : l'épargne, le fait de satisfaire dans une moindre mesure un besoin présent pour assurer la réalisation d'un désir à venir, est un phénomène que les habitudes d'esprit contractées au fur et à mesure des progrès de la civilisation ont rendu pour ainsi dire instinctif. Il est téméraire de penser que l'homme puisse cesser de se préoccuper de son lendemain et de chercher à le rendre aussi agréable que possible, et il est infiniment plus logique, au contraire, d'affirmer que l'épargne, sous quelque forme qu'elle agisse, continuera à s'exercer avec une intensité même croissante.

Pour l'économie nationale, l'épargne est un agent particulièrement puissant ; l'abondance des capitaux nationaux, c'est avec tous les avantages qui découlent de l'indépendance financière, la possibilité de mettre en valeur le domaine national sans avoir à emprunter constamment le concours d'autrui ; c'est aussi la possibilité d'étendre à l'extérieur l'action du pays. Il n'est pas un gouvernement qui ne se soit préoccupé avec sollicitude de cette question des

capitaux nationaux : faire l'histoire de ces préoccupations serait faire en quelque sorte l'histoire économique des nations.

Au fur et à mesure de ses développements l'épargne s'est employée de diverses façons. D'abord effectuées seulement en achats de terre succédant à la thésaurisation simple, les mises de fonds se sont peu à peu étendues au commerce et à l'industrie; l'apparition des sociétés par actions leur a ouvert, dans cette voie, toutes les facilités possibles. Les économies ont trouvé d'autres emplois : le dépôt dans les caisses d'épargne, le dépôt dans les banques, etc., etc. Le sentiment de prévoyance qui est le mobile de l'économie a rencontré dans l'assurance, sous tous ses aspects, un champ d'action très vaste.

En France où, par l'effet d'une grande richesse naturelle du pays mise en valeur plus rapidement qu'ailleurs, la poussée des capitaux économisés fut particulièrement remarquable, les gouvernements n'ont cessé de contribuer à cet essor auquel ils ont souvent présidé. Le législateur a accompagné le mouvement, il l'a favorisé lorsqu'il n'a pas collaboré à en provoquer certaines évolutions. Régime de la propriété, commerce, industrie, assurance, institutions de prévoyance diverses, il est intervenu ; il a encouragé, il a réglementé.

De tous les débouchés que notre épargne a utilisés en dernier lieu, le plus remarquable est celui des

valeurs mobilières. Y trouvant une série de commodités très appréciables, elle s'y est lancée avec tant d'ardeur que le mot « économies » semble appeler maintenant ceux de « placement en titres » et, en fait, la fortune mobilière de la France a grandi dans des proportions inouïes (1).

Les pouvoirs publics ne sont pas restés indifférents à cette tendance nouvelle ; pour faciliter le développement sérieux des sociétés françaises par actions, mais aussi pour protéger l'épargne dans une mesure qui lui a paru efficace à l'époque, le législateur est intervenu par la loi du 24 juillet 1867 ; il a donné quelques retouches à sa réglementation par les lois des 1^{er} avril 1893, 9 juillet 1902, 16 novembre 1903.

Depuis, l'épargne a augmenté ses placements ; elle les a même accrus plus rapidement, mais il a paru que si la législation en vigueur avait bien réussi à encourager la multiplication des sociétés, les préoccupations qui l'avaient inspirée en faveur de la défense du capital économisé n'avaient, par contre, abouti qu'à un faible résultat pratique. L'opinion, le gouvernement, s'en sont émus ; des remèdes ont été

1. Estimée très approximativement à 40 milliards en 1840, la fortune mobilière de la France a été évaluée généralement et d'une manière beaucoup plus précise à 80 milliards en 1885 et, suivant M. Alfred Neymarck, elle pouvait s'élever en 1910 à 110 milliards ; d'après cette dernière estimation, elle serait donc actuellement de 115 milliards.

recherchés, certains sont proposés (1). L'article 3 de la loi du 30 janvier 1907 ne saurait constituer qu'un résultat partiel de tous les travaux préparatoires accumulés ; il est à prévoir que d'autres réglementations finiront par voir le jour.

Dans le développement de la fortune mobilière de la France, les achats de valeurs mobilières étrangères ont joué un rôle de premier plan. En 1869, d'après Léon Sav, les Français possédaient environ 10 milliards en titres étrangers ; actuellement, ils en détiennent 45 milliards, suivant l'estimation de M. Alfred Neymarck ; si l'on considère que l'ensemble du portefeuille français a passé pendant cette même période de 33 à 115 milliards, on voit que la progression de notre portefeuille étranger est devenue plus rapide que celle de notre portefeuille national.

A la séance de la Chambre des députés du 21 décembre 1912, M. le ministre des Finances, répondant à une question visant l'exode des capitaux français, donnait la statistique suivante des admissions à la cote de valeurs pendant les années 1910, 1911 et 1912.

Années	Valeurs françaises	Valeurs étrangères	Totaux
—	—	(millions de francs)	—
1910	731	3.928	4.659
1911	620	2.784	3.404
1912	1.782	1.635	3.417

1. Projets de loi relatifs aux sociétés par actions, aux émissions financières ; projets de loi sur les obligations émises par les sociétés et sur les parts de fondateur.

Cette statistique ne concerne que les admissions de valeurs à la cote officielle de Paris ; la suivante, que nous empruntons à M. Alfred Neymarck, comprend les inscriptions à la Cote Officielle et à la Cote du marché en banque pendant l'année 1912 :

	Parquet	Coulisse	Totaux
	—	—	—
(Millions de francs)			
Valeurs françaises.....	2.084	117	2.201
Valeurs étrangères.....	1.711	713	2.424
	3.795	830	4.625

Il en ressort que le montant des valeurs étrangères inscrites aux cotes sur le marché de Paris l'emporte sur celui des titres français ; il y a d'ailleurs lieu de tenir compte que, pour ce qui est seulement de la cote officielle, le léger avantage en faveur des valeurs françaises tient à ce que l'année 1912 fut, en raison de la situation tendue de la politique extérieure, une année relativement pauvre en émissions de titres étrangers.

Les chiffres que nous venons de citer indiquent une orientation très nette de l'épargne française vers les valeurs étrangères, fonds d'État ou autres, orientation qui n'est pas absolument récente, mais qui,

dans ces vingt dernières années, s'est nettement accentuée (1).

Avant d'examiner dans quelle mesure les pouvoirs publics se sont préoccupés de cette tendance, d'étudier les mesures prises pour défendre l'épargne contre les abus faciles dont elle est victime dans son élan vers les valeurs étrangères, de constater les résultats pratiquement obtenus et de rechercher les dispositions nouvelles qui pourraient être envisagées pour améliorer ces résultats, il est nécessaire de dégager au préalable la cause des placements étrangers, leurs avantages et leurs inconvénients pour notre épargne nationale, et de voir s'il est possible et s'il serait de l'intérêt de celle-ci de l'écarter des valeurs étrangères ; il est, en effet, difficile de ne pas emprunter aux conclusions de cet examen l'élément directeur d'appréciation de la situation actuelle et la base des réformes à préconiser.

1. Statistique comparative de M. Alfred Neymarck.

Années	Montant du portefeuille français	Partie en valeurs étrangères
	(En milliards)	
1850	9	»
1860	31	»
1869	33	10
1880	56	15
1890	74	20
1902	87 à 90	25 à 27
1904	90 à 93	27 à 30
1906	97 à 100	30 à 32
1908	106 à 110	32 à 35
1910	108 à 110	38 à 40
1912	110 à 112	40 à 45

PREMIÈRE PARTIE

Les placements étrangers

CHAPITRE PREMIER

LES CAUSES DES PLACEMENTS ÉTRANGERS

L'exode des capitaux français à l'étranger a fait l'objet de discussions multiples ; cette question bien moderne met aux prises les partisans d'un protectionnisme financier et les défenseurs de la liberté complète. Elle a été portée à diverses reprises devant les Chambres, tout récemment encore, à la séance de la Chambre des députés que nous avons déjà citée (1).

1. M. le ministre des Finances déclarait : « S'il est intéressant que le capital français aille à l'étranger produire de la richesse dont nous tirerons nous-mêmes bénéfice, il est indispensable qu'il en reste en France pour servir à de grands travaux publics et à de grandes entreprises qui fécondent le pays et lui permettent de soutenir la lutte contre ses rivaux... » et, plus loin : « Oui certes,

En fait, les capitaux français s'emploient de diverses façons à l'étranger ; ils vont seconder les entreprises commerciales et industrielles de nationaux ou autres ; ils procèdent également en acquisitions foncières de toute nature. Mais il apparaît bien que le fond et particulièrement le point de vue sentimental du débat sur leur exode visent de préférence le crédit à long terme fait à l'étranger par l'intermédiaire des banques et surtout les achats de valeurs mobilières étrangères.

Les motifs des placements étrangers ont été longuement et bien souvent pesés ; nous les passerons en revue aussi rapidement que possible.

Nous avons dit que la mise en valeur de notre pays avait été plus précoce que presque partout ailleurs ; nous avons montré que, d'autre part, notre fortune mobilière nationale avait grandi dans des proportions inouïes. Les économies annuelles faites en France sont évaluées à 2 1/2 à 3 milliards de francs ; cette annuité énorme est avide de s'assurer un revenu ; elle s'éparpille dans toutes les voies où elle peut l'obtenir et si les débouchés se font plus

nous avons le sentiment qu'il est indispensable qu'une partie de l'épargne française ne reste pas dans le pays et puisse accomplir son action au dehors ; mais nous avons aussi le sentiment que le capital est la première des marchandises, que c'est sur lui que repose le crédit du pays, que c'est pour le pays qu'il faut d'abord le conserver... »

rare à l'intérieur, elle ira trouver au dehors l'emploi qu'il lui faut.

Sans aucun doute, les progrès de la science ont donné naissance et donneront encore naissance en France à de nouvelles entreprises importantes susceptibles de détourner en partie vers elles la poussée de nos capitaux disponibles ; il est possible qu'une réforme de nos sociétés en commandite simple puisse donner à celles-ci un peu de la faveur du public qui lui manque. Il ne saurait, cependant, être contesté que de telles éventualités n'auraient qu'une prise partielle et momentanée sur le mouvement d'exode : les pays tels que le nôtre, dont le développement agricole, industriel et commercial est très avancé sont exportateurs de capitaux.

La France n'est pas la seule dont le domaine national soit insuffisant à employer toutes les ressources financières locales. L'Allemagne et l'Angleterre sont dans la même situation, mais il y a lieu d'observer que l'exportation des capitaux se fait de ces pays parallèlement à une émigration d'habitants ; les Allemands et les Anglais s'expatrient, vont rechercher des débouchés à l'extérieur, en dehors même de leurs colonies ; ils y établissent des entreprises et font appel avec succès aux capitaux de la métropole.

Cette collaboration à l'étranger des capitaux et des hommes, collaboration précieuse à tous les points

de vue, n'existe malheureusement pas pour notre pays ; les petites entreprises françaises, maisons privées ou sociétés de moyenne importance sont peu nombreuses à l'extérieur, faute de Français pour aller les conduire. Privées d'un semblable débouché, nos économies doivent aller vers les titres de sociétés étrangères, vers les fonds d'État étrangers qui ne trouvent pas, chez nos voisins, l'attente aussi favorable pour eux de nos capitaux « disponibles ».

Le renchérissement de la vie, l'accroissement des besoins et des dépenses ont poussé à rechercher des placements de plus en plus productifs ; les valeurs étrangères, à revenu sensiblement plus élevé que les titres français ont eu, dans ce sens, un succès justifié.

« A l'heure actuelle, la France possède un portefeuille étranger de 40 milliards, composé de 25 milliards de fonds d'État étrangers et de 15 milliards d'actions et d'obligations de Sociétés étrangères diverses. Ces 40 milliards rapportent à nos capitalistes français, d'après les prix auxquels les titres ont été émis, bien près de 2 milliards par an.

» En supposant que ces 40 milliards auraient pu être placés en fonds d'État et titres français et que leur emploi n'aurait pas fait baisser l'intérêt des autres placements, ils auraient rapporté au maximum de 3 1/2 à 4 0/0, soit 1.400 à 1.600 millions.

» Le revenu annuel de notre portefeuille étranger,

» sans compter la prime au remboursement sur les
» titres amortis, rapporte donc 400 à 500 millions de
» plus par an que celui qui aurait été donné par les
» titres français (1) ».

A ces premières causes de la recherche des placements étrangers viennent s'ajouter d'autres mobiles plus subjectifs.

Le capitaliste, soucieux de sauvegarder son argent veille naturellement à la division de ses risques ; le principe qu'il vaut mieux engager ses capitaux dans une ou deux affaires longuement étudiées et constamment suivies, ne peut être proposé qu'à une certaine élite et, particulièrement, à ceux, fort peu nombreux, qui sont à même d'en faire l'application voulue. Le petit capitaliste, qui ne connaît que la surface des affaires, ne peut agir plus sagement qu'en divisant ses placements : répartition dans diverses branches de l'industrie ou du commerce de notre pays, mais répartition aussi entre les divers pays, en recherchant de préférence ceux qui seraient le plus à l'abri de guerres, révolutions ou autres perturbations.

Sous l'effet de cette préoccupation, légitime sinon nécessaire, le capitaliste ne peut manquer de marquer une certaine inquiétude devant les menaces que

1. M. Alfred Neymark, *Protectionnisme et Nationalisme financier* (Journal *l'Information*, du 10 janvier 1913).

constituent, d'une part, pour la prospérité croissante des entreprises du pays, d'autre part, pour la libre et entière jouissance du capital, les tendances actuelles de notre politique intérieure. Ses craintes s'exagèrent peut-être parce que sa confiance n'est plus entière. Quoi qu'il en soit, nos valeurs mobilières, le fait d'en posséder, lui paraissent présenter un risque spécial ; le désir d'une tranquillité plus grande l'engagera à acheter des valeurs étrangères.

On a également invoqué comme mobile de ces achats, la mentalité un peu particulière de nos nationaux. « Placements de mauvaise humeur » a dit M. Raphaël-Georges Lévy, en parlant de ces capitalistes qui obéissent, dans la conduite de leurs intérêts à des suggestions d'ordre politique ou autres tout à fait subjectives. Le mirage des entreprises lointaines, dont s'impressionne facilement la naïveté de beaucoup, l'acharnement de certains esprits à ne voir que motifs de critique dans tout ce qui se passe autour ou assez près d'eux, sont des stimulants réels, mais, en somme, secondaires de l'exode de nos capitaux (1).

1. Voir en particulier sur cette matière :

M. Alfred Neymark : Allocution à la réunion de la Société d'économie Politique, du 4 février 1911 (*Journal des Économistes*, du 15 février 1911).

M. Louis Guillaume, *l'Épargne française et les valeurs mobilières étrangères* (Thèse de Paris, 1911, p. 48 et suiv.).

M. Émile Beequé, *l'Internationalisation des capitaux*, p. 81 et suiv.

Loi générale d'exportation des capitaux d'un pays mis en valeur, insuffisance d'entreprises privées françaises à l'étranger pour utiliser ce flux vers l'extérieur, besoin de revenus élevés, souci de diviser les risques et d'éviter ceux qui peuvent résulter pour nos valeurs de la politique intérieure de notre pays, mentalité malheureusement trop appropriée d'une partie de la masse, le tout en présence d'une épargne annuelle infatigable : telles sont les causes déterminantes de nos placements en valeurs mobilières étrangères.

Comme complément de ces déterminants, voire même comme agent principal de l'orientation actuelle de nos placements, quelques auteurs ont cherché autre chose. « Les capitalistes français, acheteurs de titres, n'ont ni spontanéité, ni libre arbitre. Ils ne choisissent pas les valeurs eux-mêmes. Quelles soient françaises, chinoises ou turques, peu leur importe. Les capitalistes français achètent les valeurs que leurs banques leur disent d'acheter... » écrivait Lysis dans *la Revue* du 1^{er} février 1907. Il ajoutait, plus loin, à propos des achats de titres étrangers : « ... La responsabilité de cette orientation des capitaux français incombe à nos grandes banques. Ce sont elles qui, de leur propre autorité, concluent les emprunts ; ce sont elles qui en écoulent les titres à leurs guichets ».

Certes, lorsque le même auteur poursuit en décré-

tant que « la plupart des placements étrangers » patronnés par nos grands Établissements de cré- » dit sont ou piteusement médiocres ou désastreux, » qu'ils ont abouti déjà et aboutiront plus encore » dans l'avenir à d'énormes pertes pour notre » épargne », il montre trop que sa pensée ne s'est pas assez dégagée de considérations sentimentales occasionnelles ou systématiques et qu'il n'a pas pris parti avec assez de précautions, qu'il a en particulier omis de dresser une statistique établissant d'un côté les mécomptes résultant d'émissions de valeurs étrangères faites par des banques de troisième ordre ou des banquiers sans surface, et faisant ressortir, d'autre part, les pertes causées par les émissions étrangères des grandes banques, sans oublier en regard, bien entendu, la liste des plus-values.

Son argumentation y perd une partie de sa force ; elle mérite cependant d'être examinée parce qu'elle a été reproduite souvent et qu'elle est l'expression d'une opinion assez accréditée, dans une fraction du Parlement notamment.

Nous avons vu comment notre épargne était dirigée vers les placements étrangers ; on a dit « exode des capitaux » ; les causes sont telles qu'il est plus exact de dire : poussée des capitaux vers les valeurs mobilières étrangères. De premier abord, il est donc assez téméraire de méconnaître de pareilles données pour imputer la responsabilité d'une si remarquable

mise en mouvement aux établissements de crédit. Il est exact que les petits sont fort embarrassés de placer leurs économies, qu'ils ont le plus souvent recours à des conseils et que c'est, bien des fois, aux banques qu'ils s'adressent ; mais de là à dire que notre épargne a été conduite par celles-ci aux valeurs étrangères, il y a du champ.

Le banquier, pour réaliser les profits qu'il désire, doit avoir la faveur du public en satisfaisant aux besoins de celui-ci ; il suit la vogue, il l'accompagne. Il remarque qu'entre un titre français à revenu modeste et un titre étranger à revenu supérieur, son client préfère le second, il n'a pas à voir autre chose, et, en bon commerçant qu'il est, il s'occupe de ne pas être dépourvu de la marchandise préférée.

Il faut dire aussi, pour bien épuiser cette question, que si les grandes banques pouvaient — ce que nous ne croyons pas — faire cesser d'elles-mêmes la poussée de l'épargne vers les valeurs étrangères, elles seraient en peine de procurer aux capitaux avides d'emploi tous les titres français nécessaires.

Nous avons déjà relevé cette situation : les grandes entreprises françaises nouvelles sont trop rares. Quant à celles existant actuellement, leurs méthodes écartent par principe l'appel aux capitaux : « La » grande industrie française, gérée avec une méthode » financière à la prudence et à l'habileté de laquelle il » convient de rendre un juste hommage, est loin d'avoir

» aussi souvent recours à l'émission de valeurs mobilières pour créer, développer ou perfectionner ses installations que les industries anglaises et surtout allemandes. Celles-ci font constamment appel au crédit par des émissions successives d'actions et d'obligations, tandis qu'un grand nombre de sociétés industrielles françaises préfèrent améliorer, perfectionner et développer leur outillage en prélevant les sommes nécessaires sur les réserves, c'est-à-dire sur les bénéfices non répartis... Combien n'eût-il pas été plus facile aux banques de réaliser ces placements si le public avait été mis en goût par les gains que la grande industrie houillère et métallurgique n'eût pas manqué de lui procurer sur les valeurs qu'elle aurait émises, si elle avait consacré une moins grande part de ses réserves à perfectionner son outillage (1). »

1. Réponse des établissements de crédit du 24 décembre 1909 à une note de l'Union des Industries métallurgiques et minières et des Industries qui s'y rattachent.

Pour concrétiser l'état de choses signalé par les signataires de cette réponse, nous empruntons à la *Revue des valeurs régionales de la Banque Renauld et C^e* du 25 janvier 1913 la comparaison suivante entre un charbonnage français « Lens » et un charbonnage allemand « Harpen ».

	Lens	Harpen
Capital demandé aux actionnaires.....	900.000 francs	106.000.000 marks
Capital réellement dépensé.	140.000.000 —	355.000.000 —
Dividendes distribués....	208.000.000 —	124.000.000 —
Production brute.....	83.000.000 tonnes	124.000.000 tonnes

Il faut enfin faire remarquer à ceux qui ont pensé attaquer victorieusement sur ce terrain les grandes banques que les profits qu'elles trouvent dans les placements de valeurs étrangères, comme de valeurs françaises, font retour à notre épargne. Les banques ont pris un développement immense ; les capitaux qui y sont investis sont énormes ; ils se sont tellement accrus en ces dernières années qu'on peut dire que l'essor recrudescant de nos banques sera une des caractéristiques de cette période et, à en juger par les résultats présents, notre épargne n'a pas eu à s'en plaindre. Cette observation n'est pas sans intérêt dans l'étude qui nous occupe.

CHAPITRE II

AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS POUR L'ÉPARGNE DES PLACEMENTS ÉTRANGERS

De ses placements étrangers notre épargne tire les avantages directs dont la recherche la poussait vers eux ; énumérer ces avantages serait répéter l'examen que nous venons de faire, en mettant seulement de côté l'élément très appréciable de nécessité qui contribue à cette poussée.

Indirectement, notre épargne nationale bénéficie avec le pays de l'exportation des capitaux.

Les revenus des placements étrangers se traduisent annuellement par des rentrées d'or considérables qui viennent éventuellement combler le déficit commercial et maintiennent à l'avantage de notre pays la situation des changes ; en cas de crise financière intérieure, la vente de titres à l'étranger serait d'un appoint précieux pour faire rentrer le numéraire nécessaire. L'indépendance de notre marché monétaire s'en trouve singulièrement solidifiée ; notre

commerce, notre industrie trouvent par là une assurance nouvelle de taux d'escompte et d'avances réduits et stables; l'épargne engagée dans nos affaires nationales ne peut qu'en être satisfaite.

Avec nos capitaux, notre influence tend à se répandre à l'extérieur; faute d'émigration, les conséquences heureuses à en attendre sont encore trop précaires pour ce qui est de notre commerce et de notre industrie, mais il y a là de larges perspectives qui restent ouvertes et dont, en fin de compte, nos entreprises nationales et avec elles notre épargne doivent espérer profiter un jour.

L'internationalisation des capitaux, l'enchevêtrement des intérêts de tous les pays ont créé dans le monde une situation nouvelle. La paix durable a permis à l'Europe de concentrer son activité dans le domaine des affaires; la richesse générale a grandi. Si les questions d'influence économique et de débouchés commerciaux sont devenues les vraies origines des difficultés internationales, il n'est pas moins vrai que la sauvegarde de la prospérité acquise, la perspective des catastrophes à résulter d'un conflit, militent efficacement pour le maintien de cette paix si féconde. Le jeu des capitaux dans les rapports internationaux est maintenant de premier plan; la France, « banquier du monde », a pu, grâce à sa capacité de placements étrangers, jouer avec autorité un rôle important dans la politique mondiale;

l'épargne doit se féliciter des dispositions pacifiques dans lesquelles ce rôle a été rempli.

Avec le pays aussi, notre épargne nationale pourra ressentir indirectement des inconvénients de ses achats de titres étrangers.

C'est au taux supérieur des revenus procurés par notre portefeuille étranger que peut être imputé, en partie, le relèvement qui se dessine dans le loyer de l'argent à l'intérieur.

En allant s'employer au dehors, nos capitaux contribuent à la création, au développement d'affaires étrangères qui, lorsqu'elles ne viennent pas concurrencer les nôtres, utilisent tout au moins des débouchés auxquels notre industrie et notre commerce auraient peut-être pu prétendre.

Notre épargne peut profiter dans un sens d'une élévation du taux d'emprunt dans notre pays, mais ses intérêts sont aussi ceux de nos entreprises ; avec celles-ci, elle souffrira autant d'un surcroît de charges que d'une concurrence nouvelle directe ou indirecte.

Directement, notre épargne est exposée par ses placements étrangers à de graves ennuis qui méritent un examen plus rapproché.

On a dit qu'il fallait mesurer la qualité d'un débiteur au taux de prêt qui lui était appliqué et, à en juger par là, nos placements étrangers seraient en bien mauvaise posture. On s'est trop écarté, en proposant un tel critérium, de la loi générale de la

demande et de l'offre; la valeur du débiteur influe sans aucun doute sur les conditions d'emprunt qu'il peut obtenir, mais on ne peut raisonnablement nier qu'elle est d'un poids léger à côté de celui de l'offre. La France est pour ainsi dire le seul pays à capitaux disponibles; partout ailleurs l'argent s'emploie fiévreusement, reste demandé de façon permanente; il est naturel que les taux en tiennent compte.

C'est néanmoins avec une certaine méfiance qu'il faut considérer les taux alléchants des titres étrangers. Nous verrons plus loin qu'exception faite pour les fonds d'État, les valeurs étrangères de premier choix, qui ne manquent pas, sont un peu mises à l'écart, malheureusement, de notre marché; d'autre part, on doit convenir que, dans certains pays, les méthodes de gestion, privée et même publique, ont encore besoin de mise au point.

L'actionnaire ou l'obligataire d'une société étrangère ignore généralement, d'une façon complète, les principes élémentaires des lois qui, dans le pays du siège de la société, réglementent les affaires, répriment les abus. C'est tout juste si le porteur d'un titre d'emprunt d'État étranger lointain connaît seulement la situation géographique approximative de son débiteur.

Une fois ses économies engagées en valeurs étrangères, le rentier se trouve très difficilement à même de suivre le sort de son argent; il en est réduit à

attendre les échéances annuelles ou semestrielles pour apprendre, par le paiement ou le non-paiement de ses coupons, qu'il a fait un bon ou mauvais placement.

Sans doute, la presse financière publie parfois des renseignements et des documents intéressants sur la situation d'États, de sociétés dans lesquelles notre épargne est largement intéressée ; cependant, l'absence de réglementation de cette spécialité de notre presse, dont l'action est si pénétrante, fait qu'il est difficile de distinguer, dans la plupart des feuilles ou bulletins financiers de notre pays, la réclame de la documentation.

Il faut rendre hommage aux initiatives qui ont été prises de plusieurs côtés en vue de répandre par des annuaires ou autres publications les renseignements auxquels nos porteurs de titres étrangers ont droit. Ces efforts restent insuffisants malgré eux ; leur persévérance doit être encouragée, mais ce qu'il convient de souhaiter surtout, c'est qu'il entrera bientôt d'une manière positive dans les préoccupations de nos gouvernants de rétablir dans la presse financière un équilibre normal entre la documentation sérieuse, du seul intérêt du public, et la réclame profitable exclusivement aux journaux et à ceux qui la leur inspirent.

CHAPITRE III

EST-IL POSSIBLE ET SERAIT-IL DE L'INTÉRÊT DE NOTRE ÉPARGNE DE L'ÉCARTER DES VALEURS MOBILIÈRES ÉTRANGÈRES ?

Nous avons étudié rapidement les causes de la poussée de nos capitaux vers l'étranger, vers les valeurs mobilières étrangères surtout, parce que ce sont elles qui restent la forme d'emploi préférée de nos économies ; nous avons dit que l'insuffisance de grandes entreprises nouvelles dans notre pays, jointe à la persistance inlassable de notre épargne, tournait nécessairement les Français vers les titres étrangers ; nous avons vu que le désir, le besoin même des revenus élevés, le souci de tranquillité par une division de risques et, dans une moindre mesure, certaines prédispositions psychologiques, venaient s'ajouter à cette nécessité.

Un gouvernement pourrait-il efficacement chercher à détourner vers l'intérieur l'or qui s'exporte ainsi ? Ce serait essayer l'impossible et une telle tentative doit rester classée parmi les chimères.

« Le possesseur d'un capital mobilier est citoyen du monde », a dit Adam Smith ; l'interdiction de toute émission de titres étrangers en France n'aurait d'autre effet que de déterminer nos capitalistes à aller chercher directement à l'étranger les valeurs qu'ils ne pourront plus trouver à proximité de leur main. Nulle force ne pourra empêcher nos capitaux de franchir les frontières, et il serait plutôt à craindre que leur exportation s'accroît du fait que, désireux avant tout de liberté, ils ne manqueraient pas d'être mis en méfiance par la contrainte que le gouvernement tenterait de leur imposer.

Et, d'ailleurs, s'il était possible d'imposer des barrières effectives à nos capitaux, les conséquences en seraient-elles si profitables à notre épargne ? La force réelle donnée à nos affaires par le vil prix de l'argent procurerait-elle à notre épargne une situation de nature à compenser l'immense réduction des revenus qui se produirait fatalement ? La hausse des valeurs nationales tiendrait-elle assez compte des risques inhérents à toute entreprise, de la tension probable des salaires avec les questions ouvrières qui l'accompagne, de l'état de notre marché isolé en cas de crise générale ou locale ? On peut aisément affirmer le contraire.

Il faut donc conclure que notre épargne nationale, malgré les inconvénients qu'elle pourra en ressentir, doit aller nécessairement aux valeurs mobilières

étrangères dans lesquelles elle trouve de grands avantages; notre pays, de son côté, profite largement de nos placements étrangers, en même temps qu'il peut en souffrir. Une intervention du gouvernement pour arrêter l'exode des capitaux français ne pourrait pas être heureuse pour nos capitalistes; en réalité, elle est inutile parce qu'elle serait inopérante.

CHAPITRE IV

COMMENT S'EFFECTUENT LES PLACEMENTS ÉTRANGERS ?

Les achats de valeurs étrangères s'opèrent de deux manières : à l'étranger directement ou en France.

Les placements français à l'étranger sont impossibles à évaluer, car ils échappent à la statistique comme à toute réglementation. On peut dire qu'ils sont surtout opérés par une classe de capitalistes versée dans les questions financières, car il n'est pas à la portée des petits d'exercer un choix dans les cotes étrangères, de surveiller les cours, de s'occuper de l'encaissement lointain des coupons. Il est possible, dans le même ordre d'idées, de penser qu'ils sont assez généralement bons.

Cette catégorie de placements répond à la perfection au désir d'emploi de nos capitaux avides de s'investir là où il leur convient et sans apparaître. C'est à elle que recourent les capitalistes rendus

craintifs par les menaces de fiscalité ou autres ; c'est elle qui permettrait à la poussée de notre épargne vers les titres étrangers de s'exercer tout aussi forte si les autres voies venaient à lui être fermées.

Les titres exclusivement étrangers appartenant à des Français constituent une bonne partie de la réserve d'or dont, nous l'avons dit, le retour peut être à certains moments extrêmement opportun ; à eux seuls, les coupons qui en sont détachés sont un appoint appréciable de reflux monétaire à notre profit.

Il est donc heureux, à bien des points de vue, que notre épargne s'intéresse directement aux valeurs étrangères dont les bonnes ne manquent pas. Il est pourtant indispensable d'observer que cet intérêt ne saurait être pris qu'avec la plus grande prudence ; les placements à l'étranger sont quelquefois des meilleurs ; ils comportent, par contre, l'impossibilité à peu près complète pour leurs auteurs d'en connaître de façon satisfaisante l'évolution et de prendre, par conséquent, toutes les mesures utiles pour la sauvegarde en temps opportun du capital engagé. Seuls, les gens suffisamment bien placés pour être et rester bien informés peuvent les utiliser, les autres vont à un danger trop grand pour qu'ils ne soient pas mis en garde, pour que les autres moyens d'achat de titres étrangers ne leur soient pas

offerts dans des conditions telles qu'ils ne songent même pas à ne pas en user.

Les achats de titres étrangers, de beaucoup les plus importants, se font en France, soit au moment des émissions, soit en bourse, sur le marché même, au moment ou après des admissions de valeurs à la cote d'une de nos Bourses, de celle de Paris presque exclusivement.

Les émissions, dont il a été beaucoup dit, ont évolué en prenant l'importance qu'entraînait l'augmentation des capitaux disponibles. Les banques, qui s'occupaient spécialement de placement de titres, étaient peu nombreuses ; elles procédaient le plus souvent par voie d'émission en bourse, sur le marché de Paris. Les bénéfices copieux et répétés qu'elles pouvaient réaliser n'ont pas tardé à susciter une concurrence dont l'un des plus remarquables effets fut que, n'attendant plus que le public vienne effectuer ses achats, les banques, parisiennes ou régionales, sont allées de plus en plus près lui présenter leur marchandise ; des guichets de multiples enseignes se sont ouverts et s'ouvrent de tous côtés, dans les grandes villes comme dans les petites, dans les quartiers les plus riches aussi bien que dans les plus pauvres.

Assurément, la fièvre du guichet se justifie par la perspective d'une extension d'opérations courantes de banque, escompte, dépôts de fonds ou de titres, etc.,

mais son agent le plus énergique reste l'effort vers le placement de titres.

A côté des banques ont surgi d'autres concurrents, des banquiers ou plutôt de simples spécialistes du placement qui lancent dans les villes et dans les campagnes des équipes de démarcheurs aguerris, véritables colporteurs de valeurs mobilières, frappant à toutes les portes sans en excepter une, même la plus modeste.

Véritable industrie, vouée comme toute autre, à des crises d'engorgement, le placement de titres a mis ainsi en mouvement une activité prodigieuse, une concurrence très vive. L'épargne, qui en est l'objet, s'en trouve-t-elle mieux ? Sans aucun doute, le public peut opérer maintenant avec la plus grande facilité, avec la possibilité même d'exercer un choix, l'emploi de ses disponibilités, mais, sollicitée de toutes parts et de façon si méthodique, l'épargne n'est-elle pas plus exposée que jamais à être victime d'agissements de placeurs douteux, à souffrir d'opérations de financiers de bonne foi conduits par l'appât d'un bénéfice facile ou sous l'effet de la concurrence, à écouler un papier de convenable apparence mais incomplètement examiné par eux et dont la mauvaise qualité se révèle par la suite ?

Les admissions à la cote de titres étrangers sont en général aussi le signal du déclenchement des organismes de placement ; il arrive parfois, enfin,

que des valeurs étrangères, des actions surtout, sont introduites à la cote sans que l'attention générale soit mise en éveil, puis quelque temps après, à la faveur d'une hausse calculée, des ordres d'achat sont provoqués dans le public et des quantités importantes de titres passent de l'étranger entre les mains de celui-ci.

Ayant ainsi énoncé succinctement les circonstances dans lesquels les titres étrangers sont offerts au portefeuille français, nous allons voir, en parcourant le régime actuel, dans quelle mesure l'intérêt de notre épargne a été touché ou pris en considération par la réglementation établie

DEUXIÈME PARTIE

La Réglementation actuelle et l'Intérêt de l'Épargne.

CHAPITRE PREMIER

LA LÉGISLATION FISCALE FRANÇAISE DES VALEURS ÉTRANGÈRES

Les valeurs étrangères sont groupées par la législation fiscale en deux catégories bien distinctes par le traitement qui leur est fait : d'un côté les fonds d'État et, de l'autre, les titres de Compagnies ou Sociétés, Villes, Provinces et Établissements publics étrangers.

Les fonds d'État sont assujettis à une taxe unique, le droit de timbre, de 2 o/o depuis la loi de finances du 30 janvier 1907. Ce droit n'est pas soumis aux décimes ; il est perçu sur la valeur nominale de chaque titre et coupure et, dans tous les cas, sur un minimum de 100 francs.

Il s'agit donc d'un droit de 2 o/o payé, une fois pour toutes. L'article 2 de la loi du 25 mai 1872 a précisé comment il doit être acquitté : aucune émission ne peut être annoncée, publiée ou effectuée en France sans qu'il ait été fait dix jours à l'avance une déclaration au bureau de l'enregistrement ; les titres ne pourront être remis aux souscripteurs s'ils n'ont été revêtus préalablement du timbre.

Pour les titres des Sociétés, Villes, Province et Établissements publics étrangers, le régime en vigueur est beaucoup plus compliqué (1). Disons rapidement que les taxes, les mêmes que pour les valeurs françaises, sont au nombre de trois : le droit de timbre de 0 fr. 06 o/o de la valeur nominale, la taxe de transmission de 0 fr. 25 o/o de la valeur négociable, la taxe de 4 o/o sur le revenu.

Ces taxes qui sont annuelles, ne sont dues que sur les titres qui font l'objet d'émission, exposition en vente, mise en souscription ou introduction sur le marché français. Leur paiement est assuré par le système de l'abonnement au timbre, c'est-à-dire que, préala-

1. Les textes qui le régissent sont : Loi du 5 juin 1850. — Loi du 23 juin 1857. — Décret du 17 juillet 1857. — Décret du 11 janvier 1862. — Décret du 11 décembre 1864. — Décret du 28 mars 1868. — Loi du 23 août 1871. — Loi du 16 septembre 1871. — Loi du 30 mars 1872. — Décret du 24 mai 1872. — Loi du 29 juin 1872. — Décret du 6 décembre 1872. — Loi du 21 juin 1875. — Loi du 26 décembre 1890. — Loi du 28 décembre 1895. — Décret du 2 janvier 1896. — Loi du 13 avril 1898. — Loi du 26 décembre 1908.

blement à l'une quelconque des opérations que nous venons d'indiquer, les sociétés étrangères doivent s'engager à acquitter les trois taxes annuelles et les amendes éventuelles, pendant toute leur existence s'il s'agit d'actions et, s'il s'agit d'obligations, pendant toute la durée des titres. Elles doivent, en même temps, faire agréer par l'administration de l'enregistrement un représentant responsable domicilié en France, qui prendra de son côté, vis-à-vis de cette administration, l'engagement d'acquitter les taxes et amendes, pour leur propre compte, avec la faculté toutefois de dénoncer cet engagement à l'expiration de chaque période triennale, moyennant un préavis de six mois. Le représentant responsable peut être remplacé par le dépôt à la Caisse des dépôts et consignations d'un cautionnement en espèces.

Aussitôt l'abonnement au timbre obtenu, la première négociation ou la première souscription en France, qui constitue le premier fait générateur des taxes, sert de point de départ de la première période triennale. L'administration de l'enregistrement fixe ensuite la quotité imposable qui sera appliquée pendant cette période de trois années, c'est-à-dire le nombre des titres qu'elle présume circuler en France sur ceux qui ont été abonnées. Ses éléments d'appréciation pour déterminer la quotité imposable sont le nombre de titres déclarés émis, celui des coupons payés en France, la quantité d'actions déposées en France en

vue des assemblées, etc..., ils sont quelquefois très précis, mais le plus souvent trop vagues. La quotité imposable peut être révisée tous les trois ans ; elle ne saurait, en aucun cas, être inférieure à 1/10 des titres abonnés, pour les actions, et à 2/10 pour les obligations.

Par ce simple aperçu de la législation fiscale, on est immédiatement frappé de la situation tout à fait privilégiée dont bénéficient les fonds d'État étrangers alors que les sociétés, astreintes par elles-mêmes ou par l'intermédiaire de leur représentant responsable, à de nombreuses formalités, ont à supporter des charges qui, en peu d'années, dépassent le timbre de 2 0/0 au comptant.

Les émissions en France de fonds publics étrangers ont trouvé dans cette situation un encouragement dont la conséquence est que les trois cinquièmes de notre portefeuille étranger se trouvent composés de fonds d'État divers. L'épargne a-t-elle à se plaindre de se voir offrir en majorité cette catégorie de titres ? En principe, non. Elle y souscrit volontiers parce que, soucieuse avant tout de placements solides et rémunérateurs, elle se forme une opinion favorable sur ces titres avec beaucoup plus de facilité et, parfois, avec plus d'exactitude que lorsqu'il s'agit de sociétés dont les petits capitalistes aperçoivent bien laborieusement les rouages souvent trop compliqués. L'engouement peut induire en

erreur, mais à en juger par la situation actuelle, il apparaît plutôt que les fonds d'État étrangers introduits en France ont laissé dans l'ensemble de larges bénéfices à notre marché.

En considérant l'avenir, en voyant comment dans la généralité des pays s'accumulent les dépenses publiques, s'amoncellent les millions des budgets, on peut seulement se demander si une part aussi grande, croissante même, de nos achats en fonds d'État reste désirable et s'il ne conviendrait pas peut-être de voir nos économies aller un peu plus franchement vers les titres des bonnes sociétés étrangères dont la gestion privée peut laisser entrevoir, à raison de ses méthodes, un avenir lointain moins chargé de problèmes.

Malheureusement, et c'est là le grand inconvénient du système de l'abonnement au timbre, les sociétés étrangères de premier plan, celles qui peuvent se passer, grâce au crédit dont elles jouissent, du secours de notre marché, reculent devant la perspective du fardeau écrasant des taxes françaises. Elles peuvent difficilement admettre de ne pas savoir, lorsqu'elles signeront l'engagement de le payer, le montant exact des taxes qui seront dues sur leurs titres, puisque la première quotité imposable n'est pas fixée immédiatement et que cette quotité, révisée tous les trois ans, peut varier dans des proportions capables de modifier sensiblement la

somme à payer. Elles ne peuvent accepter davantage que, se trouvant pratiquement dans l'impossibilité de récupérer les taxes en les faisant supporter par les porteurs français de leurs titres, elles aient à faire assumer à leurs actionnaires autres que des Français une part de cette lourde charge fiscale en plus de celle qu'ils peuvent supporter déjà dans leur propre pays.

Il est bon de dire aussi qu'elles sont autorisées à redouter une majoration de taxe imprévue comme celle qui s'est produite en dernier lieu sur la taxe de transmission portée de 0 fr. 20 à 0 fr. 25 0/0 par la loi de finances du 26 décembre 1908. Enfin, elles ont le droit de préférer éviter les petites mesures assez vexatoires qui résultent, dans la pratique, de l'application du système dans un esprit fiscal dont elles prendraient difficilement l'habitude.

En considérant l'intérêt de notre épargne nationale, on doit regretter cet état de choses qui prive beaucoup notre marché d'excellentes valeurs, des titres d'emprunts de villes étrangères en particulier et qui entraîne ceux qui veulent néanmoins s'y intéresser à s'adresser aux marchés extérieurs, c'est-à-dire à faire des placements à l'étranger dont nous avons signalé le danger lorsqu'ils s'étendent aux petits portefeuilles.

Les Sociétés étrangères de second ordre, par contre, ne reculeront pas devant la barrière de

l'abonnement au timbre français. Elles souscriront allégrement leur engagement vis-à-vis du fise, constitueront sans discussion le cautionnement requis ou trouveront un représentant responsable puis, une fois leurs titres écoulés, elles laisseront leur représentant responsable résilier son engagement et ne se soucieront plus du leur, témoignant ainsi que leur signature ne valait que par la garantie réelle ou personnelle qui y était adjointe.

La situation faite aux porteurs français des valeurs introduites chez nous de cette manière est en tout point désastreuse. Ils restent avoir en main des titres d'une valeur devenue généralement très réduite, d'une négociation presque impossible — les cotes se fermant pour elles — qui nécessite le paiement du droit de timbre, fort élevé dans de telles circonstances, de 2 o/o dû sur les valeurs non abonnées et pénétrant accidentellement en France.

Il faut savoir gré, par conséquent, aux nombreuses propositions qui ont été faites (1) de supprimer le régime de l'abonnement au timbre ou de le modifier dans des conditions telles que les bonnes valeurs étrangères puissent pénétrer facilement chez nous et

1. Proposition Neymarck de 1897. — Projet de budget de 1896. — Projet de loi proposé par M. Cochery en 1897. — Combinaisons présentées par M. Grunbaum. — Proposition de la Chambre syndicale des agents de change en 1905. — Projet de l'impôt sur le revenu (Rapport de la sous-commission désigné par la commis-

il est à espérer que, d'une manière ou d'une autre, le but poursuivi avec tant d'efforts finira par être atteint.

Le système actuel dont il faut, en attendant, se contenter, n'est pas, malgré tout, sans présenter certains avantages pour l'épargne.

Les sociétés abonnées paient, en effet, elles-mêmes ou par l'entremise de leur représentant responsable, les taxes sur leurs titres ; il s'en suit que les coupons qu'elles distribuent sont, ou bien payables nets d'impôts français en France ou encaissables intégralement à l'étranger (1). Le revenu des titres étrangers est donc un revenu net et c'est là pour notre épargne un point important qu'elle apprécie d'ailleurs beaucoup. Il est utile de faire observer que, s'il s'agit d'obligations de sociétés dont les actions circulent aussi en France ou d'actions seulement, l'épargne ressent indirectement la charge des impôts qui lui sont évités ; mais, dans l'ensemble, ce sont les actionnaires étrangers qui font, pour la

sion instituée par arrêté ministériel du 4 juillet 1909 pour examiner le régime fiscal des valeurs étrangères autres que les fonds d'État.)

Voir le rapport général de ladite Commission présenté par M. Alfred Neymarck.

Voir aussi projets de M. Ed. Maguero et de M. Aimond (Émile Becqué, *op. cit.*)

1. Exception doit être faite cependant pour les quelques titres étrangers dont les coupons sont payables en France exclusivement, ce qui permet la récupération des taxes françaises.

majeure part, les frais des avantages accordés à leurs coassociés ou prêteurs de notre pays.

Il est également intéressant pour notre épargne de constater que les sociétés étrangères doivent signer un engagement de payer les taxes et faire agréer un représentant responsable si elles ne fournissent pas de cautionnement.

L'administration de l'enregistrement s'assure que l'engagement souscrit par la Société étrangère est régulier, c'est-à-dire que, conformément aux statuts, les signatures apposées par elle sont valables. Elle demande aussi la production des documents justifiant l'existence réelle des titres dont l'abonnement est demandé. Il en résulte un examen contentieux extrêmement sommaire mais s'appliquant à tous les titres de sociétés cotés ultérieurement ou non et qu'il ne faut pas oublier parce qu'il disparaîtrait avec le système de l'abonnement. Il n'y a là qu'un contrôle sans grande portée; c'est entendu, mais il n'est pas négligeable et on ne peut pas dire qu'il n'est pas bien exercé, l'objectif visé par l'Administration en étant le sûr garant.

D'autre part, la Société étrangère qui veut introduire ses titres en France, doit, à défaut du cautionnement qui ne convient pas très bien à tous les intéressés, faire agréer un représentant responsable dont la solvabilité devra être notoire. Cette obligation a un caractère nettement préventif qui repose

dans l'appréciation de l'administration sur la solvabilité du représentant ; les sociétés étrangères de bonne qualité n'en souffriront pas parce qu'elles trouveront facilement une caution donnant toute satisfaction, mais les moins bonnes seront plus en peine et n'y parviendront que contre remise de garanties, en admettant que la maison ou la personne française sollicitée accepte d'accoler son nom, avec tout le crédit qu'il comporte, à celui de l'une de ces sociétés.

L'obstacle créé de la sorte aux introductions de mauvais titres étrangers se trouvera consolidé lorsque le nom du représentant responsable devra être obligatoirement rendu public ; il se trouverait sérieusement surélevé si, comme il a été proposé, les périodes d'engagement du représentant responsable étaient portées de trois à six années.

Ajoutons enfin que, malgré l'extrême difficulté qu'il y a à les rendre rigoureusement équitables, les quotités imposables donnent une idée de la quantité de titres détenus en France ; nous reviendrons plus loin sur le parti précieux qui peut être tiré de cette indication dans l'intérêt des porteurs français.

CHAPITRE II

LES ADMISSIONS AUX COTES DES VALEURS MOBILIÈRES ÉTRANGÈRES

Après s'être soumises aux prescriptions de la loi fiscale, les valeurs étrangères peuvent circuler librement en France mais, pour y pénétrer profondément, elles ont besoin d'être négociables sur l'un de nos marchés, d'y être cotées.

Le public se préoccupe à bon droit de pouvoir réaliser les titres qu'il acquiert et il est légitime que le marché français lui en fournisse la possibilité, à défaut des marchés étrangers dont l'accès est inconnu ou trop laborieux pour beaucoup et qui, du reste, peuvent très bien ne pas être ouverts à certaines valeurs introduites en France.

De leur côté, les introducteurs trouvent dans la cotation des cours un appui effectif pour leurs opérations de placement, surtout quand il s'agit d'actions.

Pratiquement, c'est exclusivement aux cotes du marché à Paris que se font inscrire les valeurs

étrangères émises en France. Ces cotes sont de deux sortes : la cote officielle et la cote du marché en banque, cette dernière divisée en deux, la cote du Syndicat des banquiers en valeurs à terme et celle du Syndicat des banquiers en valeurs au comptant.

Cote officielle

L'admission des valeurs étrangères à la cote officielle de la Bourse de Paris ou des autres bourses françaises est actuellement réglementée par les décrets des 6 février 1880 et 1^{er} décembre 1893.

Le second de ces décrets, modifiant l'article 4 du premier, n'a fait que reproduire les dispositions de la loi du 1^{er} août 1893 sur les sociétés par actions : « Les actions admises à la cote ne peuvent être de moins de 25 francs lorsque le capital des entreprises n'excède pas 200.000 francs, ni de moins de 100 francs si le capital est supérieur à 200.000 francs. Elles doivent être libérées de 25 francs lorsqu'elles sont inférieures à 100 francs et au moins jusqu'à concurrence du quart lorsqu'elles sont supérieures à 100 francs. »

Le décret du 6 février intéresse davantage notre étude.

L'article 1^{er} confirme le principe que la Chambre syndicale des agents de change est « maîtresse de sa

cote » : « Les chambres syndicales des agents de change à Paris ou dans les départements accordent, refusent, suspendent ou interdisent la négociation, à leurs bourses respectives, des actions, obligations, titres d'emprunt, quelle que soit d'ailleurs leur dénomination, émanant de sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes, provinces étrangères et tous autres établissements étrangers. »

Mais l'article 5 y apporte une restriction très nette : « Le ministre des Finances peut toujours interdire la négociation en France d'une valeur étrangère. »

Nous nous trouverions donc en présence d'un régime d'indépendance atténué par un droit d'interdiction, de *veto*, réservé au gouvernement, et c'est ce qui a pu faire dire que la Chambre syndicale des agents de change conservait une large liberté d'action. Pourtant, à regarder les choses de plus près, on voit que si la Chambre syndicale peut d'elle-même rejeter une demande d'admission à la cote, les pièces essentielles de tout dossier accueilli par elle auront dû être fournies en deux exemplaires dont l'un pour le ministère des Finances (Lettre ministérielle du 12 février 1880) ; elle n'est donc pas la seule à apprécier et, à l'usage, tandis qu'elle conserve l'apanage de l'étude technique et surtout de l'examen contentieux du dossier, c'est le passage de celui-ci entre les bureaux du ministère des Finances

et le ministère des Affaires étrangères qui décide du sort définitif de l'admission à la cote. Les financiers le savent si bien qu'avant de procéder à l'émission de valeurs qu'ils désireraient voir coter officiellement, dans l'intérêt de leur clientèle et pour le succès de leurs opérations, c'est au ministère des Finances et non à la Chambre syndicale des agents de change qu'ils ont dû prendre l'habitude d'aller recueillir l'avis de principe qui leur permettra de donner suite ou non aux opérations préliminaires que nécessite toute émission ou introduction.

En réalité, ce n'est plus le régime d'indépendance restreinte, c'est, à parler sans détour, un régime d'autorisation, de dépendance pratiquement complète du gouvernement qui, dans la circonstance, donne à la Chambre syndicale l'apparence d'un véritable rouage administratif, ce qui, peut-être, en faisant évoluer l'aspect du monopole des agents de change, contribuera énergiquement à son maintien.

Certains ont admis le principe que le gouvernement pouvait, suivant les circonstances, ne pas rester indifférent aux émissions en France de titres étrangers, mais à la condition qu'il intervienne sans qu'on s'en aperçoive, sans qu'il « se découvre », c'est-à-dire par le *ceto* à l'admission à la cote. La nuance ainsi demandée n'a pas sa raison d'être : qu'elle soit indirecte, plus ou moins dissimulée, il y

a intervention et, par conséquent, tous les inconvénients et avantages qui en découlent.

Il ressort de ce qui précède que c'est bien à tort qu'on a pu parler de responsabilité de la Chambre syndicale ; ceux qui veulent trouver un responsable n'ont pas à chercher ailleurs que dans le gouvernement. Comment l'admettre après les déclarations faites par le ministre des Finances au cours de la séance de la Chambre des députés du 21 décembre 1912 que nous avons déjà rappelée deux fois ? La Chambre syndicale ne peut avoir à répondre, tout au plus, que du contrôle contentieux qu'elle exerce sur le dossier qui lui est fourni.

Le régime présent d'intervention du gouvernement rencontre une opposition particulièrement acharnée des économistes de l'école libérale qui, il faut bien le reconnaître, ont ici un champ de bataille assez favorable pour développer leurs théories. Pour ce qui concerne notre épargne nationale, dont nous avons vu le caractère très spécial, on ne peut pas repousser le principe d'un guide éclairé et désintéressé ; il est donc nécessaire, pour conclure, d'examiner à quelles occasions intervient le gouvernement.

On peut dire que l'action de celui-ci a trois mobiles : l'intérêt direct de l'épargne, les intérêts économiques du pays et enfin la politique.

Le gouvernement refuse son autorisation lorsqu'un emprunt d'État étranger lui paraît ne pas remplir les

conditions de garanties voulues pour que les capitaux français y souscrivent sans danger évident. Faut-il s'en plaindre ? Certes, ceux qui ont accordé l'admission à la cote d'un titre qui baisse par la suite se trouvent en désagréable posture vis-à-vis de ceux qui ont fait confiance à leur jugement, mais est-ce à dire qu'il faille, à cause de cela, demander le retour au régime de liberté absolue ? Nous ne pouvons pas l'admettre en songeant que si certains mécomptes peuvent se produire, combien d'autres plus importants s'y ajouteraient, en appliquant le « laisser passer » complet.

Le refus d'autorisation peut aussi provenir de ce que le pays qui veut emprunter en France a laissé en souffrance des engagements pris avec nos nationaux ou bien fait, chez lui, à notre commerce une situation injustement défavorable. Ici, l'intérêt de notre épargne est envisagé avec une netteté déjà moins grande. Si le pays étranger a suspendu le service d'un emprunt antérieur ou si des entreprises de ce pays sur lesquelles il peut agir ont fait de même, l'on conçoit des représailles qui aboutiront peut-être à une réparation très heureuse pour nos capitalistes. Par contre, lorsque des intérêts commerciaux sont seuls en jeu, c'est autre chose, car le titre d'emprunt à émettre peut être excellent et convenir entièrement comme emploi à nos économies ; d'autre part, il serait bon de voir si les ennuis dont nos commerçants

peuvent être l'objet de la part du pays emprunteur ne tiennent pas, pour beaucoup, à une insuffisance d'activité de ces commerçants portés autant à se plaindre qu'à agir, ou à un défaut ancien et constant de soutien direct de la part des départements intéressés de la métropole.

La troisième et, maintenant, la plus importante des causes d'intervention du gouvernement dans les admissions à la cote est la politique internationale ; elle est devenue si active que le droit d'entrée sur notre marché est, en quelque sorte, pour nos dirigeants une cinquième arme.

En mettant notre marché à la disposition de certains États, en le fermant à d'autres, notre gouvernement tient en main un excellent facteur d'apaisement des difficultés diplomatiques, un lien particulièrement puissant pour nouer ou resserrer des alliances et en tirer tout le profit qu'il convient. Tant que cette politique reste dictée par des intentions exclusivement pacifiques, notre épargne nationale, avide de tranquillité, y applaudit ; il ne faudrait pas cependant qu'un besoin pur et simple d'être agréable à un pays fit un peu perdre de vue à nos gouvernants la qualité du titre à émettre à laquelle ils ne doivent pas cesser de veiller au premier chef.

L'avenir seul, d'autre part, apprendra si, à la suite des changements d'orientation de la politique internationale qui pourront se produire, les gouverne-

ments auront complètement bien agi en impliquant à notre épargne le sens de leurs vues diplomatiques et si, en l'état de ces changemenst, ils n'auront pas légué à leurs suivants une succession bien complexe dont notre épargne aura peut-être à faire les frais.

L'autorisation ministérielle, ou plutôt « l'avis favorable », n'est donné qu'autant que les dossiers d'usage ont été déposés à la Chambre syndicale. L'article 2 du décret du 6 février 1880 stipule à ce sujet :

« La Chambre syndicale près la Bourse où l'admission d'une valeur étrangère est demandée, se fait » remettre les pièces et justifications suivantes :

» 1° Les actes publics ou privés, statuts, cahiers » des charges, etc... en vertu desquels cette valeur » a été créée dans son lieu d'origine ;

» 2° La certification, par l'autorité consulaire » établie en France, que ces actes sont conformes aux » lois et usage de leur pays d'origine et que la valeur » est officiellement cotée dans ledit pays, à moins » qu'il n'existe pas de bourse officielle, auquel cas le » fait serait constaté par le certificat ;

» 3° La justification de l'agrément, par le ministre » des Finances, d'un représentant responsable du » paiement des droits du Trésor. »

L'article 3 ajoute :

« La Chambre syndicale peut demander, en outre, toutes pièces, justifications et renseignements qu'elle

juge nécessaires. » Usant de cette latitude, la Chambre syndicale exige une série d'indications complémentaires et divers engagements dont elle ne peut se passer pour le bon fonctionnement du marché dont elle a la surveillance (1).

Il en ressort que l'examen contentieux effectué par ses services est très approfondi, infiniment plus que celui de l'administration de l'enregistrement pour les abonnements au timbre. En particulier, la production du certificat consulaire est extrêmement opportune, car l'attestation du consul doit donner tout apaisement sur la valeur juridique des titres, avec l'assurance que ceux-ci figurent ou non à une cote officielle étrangère, ce dernier point présentant beaucoup d'intérêts pour le marché de la valeur à admettre à la cote.

La Chambre syndicale des agents de change prend encore d'autres précautions.

Lorsqu'il s'agit d'obligations d'une société étrangère, elle demande, autant que possible, que les actions soient également proposées à l'inscription, de façon que les cours de celles-ci donnent aux porteurs d'obligations l'expression vivante de la situation de leur débiteur et qu'aussi le public français

1. Voir aux annexes 1 et 2 de la liste complète des renseignements et documents à fournir à l'appui d'une demande d'admission à la cote officielle de valeurs étrangères autres que les fonds d'État ou de fonds d'État étrangers.

puisse avoir tout à sa portée la possibilité, en achetant des actions, de profiter de l'avantage procuré à la société par l'émission des obligations. Pour des raisons d'appréciation de la tenue du marché à prévoir, elle se fait remettre par les émetteurs un état de placement, si la demande d'admission à la cote concerne encore des obligations.

A l'instigation des ministères des Finances et des Affaires étrangères, elle s'assure, quand il est question d'actions, que les porteurs français auront, dans le Conseil d'administration de la société étrangère, des représentants, deux généralement.

L'idée qui inspire ici nos ministères est parfaite, car il serait tout à fait injuste que l'usage de nos capitaux à l'étranger ne fût pas un peu surveillé ; le placement à l'étranger, nous le répéterons plus loin, signifie bien l'association ou le prêt pour la mise en valeur de richesses extérieures, sous un régime légal différent du nôtre, mais il n'a jamais voulu comprendre forcément la mise de capitaux à la disposition de méthodes d'exploitation moins scrupuleuses que les nôtres. Le plus gros risque des placements étrangers tient précisément à la gestion fantaisiste beaucoup trop rencontrée dans les pays de civilisation récente et hâtive. Certains pays ont dû être mis en tutelle financière pour le plus gros bien de tous ; pour ce qui est des sociétés étrangères, vouloir atténuer le risque que nous signalons, c'est faire œuvre

d'autant plus utile que, nous l'avons vu, ce ne sont malheureusement pas les meilleures dont nous voyons les titres se diriger vers nous.

En exigeant la représentation des actionnaires français dans le conseil des sociétés étrangères qui s'appuient sur notre épargne, le gouvernement accomplit pour ainsi dire un devoir. Sa manière de l'accomplir laisse, par contre, beaucoup à désirer. A parcourir la liste des administrateurs français de sociétés étrangères, on n'aperçoit pas assez de nationaux habitant ou ayant habité dans le pays même du siège de ces sociétés, c'est-à-dire pouvant mieux que tous autres collaborer utilement pour la vraie défense de nos capitaux. De plus, la nomination de deux administrateurs français est requise pour l'admission à la cote, mais si plus de la moitié du capital-actions passe entre les mains de nos capitalistes, cette représentation est-elle logique ? Une majorité d'administrateurs français et même une direction locale française seraient plus normales sans aucun doute. Il faut considérer aussi le cas où, une trop petite quantité ou bien une quantité importante mais trop éparpillée, sans cohésion, de nos capitaux se portant sur les actions, les deux administrateurs nommés pour l'obtention de la cote seraient mis par leurs collègues étrangers ou même par une assemblée d'actionnaires bien combinée à l'étranger, dans l'obligation de résilier leurs fonctions. Dans une sem-

blable éventualité, la Chambre syndicale ne pourrait guère faire autrement que de supprimer l'inscription à la cote, mais, sans parler de l'atteinte portée à notre prestige par le départ plus ou moins forcé de nos deux représentants, on doit avouer que la fraction de notre épargne engagée dans l'affaire se trouverait mise dans une posture bien fâcheuse.

Signalons enfin, pour en finir avec cette question de la cote officielle què, pour les valeurs étrangères, l'usage adopté que la demande d'admission soit présentée par le banquier français émetteur et ultérieurement chargé du service financier, n'est pas sans offrir un certain intérêt; la Chambre syndicale peut, en effet, dans une juste mesure, ajouter la qualité du présentateur à ses divers éléments d'appréciation.

En résumé, après avoir fait ressortir le bon et le mauvais côté pour notre épargne nationale de l'intervention gouvernementale que constitue l'autorisation d'admission à la cote officielle, nous avons vu et nous retenons surtout les précautions très grandes dont est accompagnée toute admission, en vue de réduire les mécomptes de l'épargne du chef des valeurs mobilières étrangères, des titres de sociétés surtout, à un minimum considéré comme inévitable par ceux qui approchent assez les affaires pour en connaître véritablement les risques.

La cote officielle est une barrière sérieuse contre les tentatives d'exploitation de notre épargne; comme

elle est devenue indispensable au succès des grosses émissions, elle a un caractère préventif certain. Elle n'est cependant qu'un second retranchement de la défense de nos capitaux ; le premier, l'abonnement avec les publications légales ou la déclaration au timbre, a pu être déjà franchi et des victimes ont déjà pu être faites. Sa prévention est, par conséquent, d'une portée limitée, assez limitée même si l'on considère que, pour certaines obligations, le placement précède l'admission à la cote officielle et qu'enfin, les émetteurs peuvent trouver dans d'autres cotes l'appui dont ils ont besoin.

La Cote du marché en banque

Le marché en banque comprend deux cotes distinctes réglementées chacune par un syndicat de banquiers : le syndicat des banquiers en valeurs à terme et le syndicat des banquiers en valeurs au comptant.

Il est qualifié de libre, c'est-à-dire, pour ce qui intéresse notre étude, que l'inscription à l'une de ses deux cotes est accordée aux valeurs étrangères, sans la restriction imposée par le décret du 1^{er} décembre 1893 et sans que le gouvernement puisse opposer un *veto*.

On est obligé de reconnaître que, sur le second

point, la liberté est relative ou n'a pas très grande signification. La vogue de la cote officielle est telle qu'un gros emprunt étranger irait à un demi-succès, pour ne pas dire à un échec, si les titres n'étaient inscrits qu'à la cote du marché en banque ; un État qui se contenterait de cette cote risquerait d'en souffrir un certain discrédit. Quant à admettre sur leur marché un emprunt qui n'aurait pas la sympathie du gouvernement, les banquiers y songent de moins en moins.

En réalité, c'est plutôt pour les titres de sociétés étrangères que le marché en banque serait libre d'accès ; pourtant, là encore, le souci de la défense de l'épargne s'est fait jour. Les dossiers à remettre à l'appui des demandes d'admission ont pris du volume (1) ; on voit même apparaître maintenant parmi les pièces requises par le syndicat du comptant, la certification consulaire qui n'était exigée auparavant que par la Chambre syndicale des agents de change.

En prenant à son tour de plus grandes précautions, en tendant à s'entourer elle aussi d'une barrière de formalités, la coulisse s'applique à réaliser d'excellentes intentions, mais elle risque, du même coup,

1. V. aux annexes n^{os} 3, 4 et 5 les listes complètes des renseignements et documents à fournir à l'appui des demandes d'admission de valeurs étrangères aux cotes du marché en banque, à terme ou au comptant.

d'enlever une bonne part de la signification de son enseigne de *Marché libre*.

Certainement, elle ne saurait s'élever jusqu'à une réglementation aussi grande que le syndicat des agents de change ; elle ne dispose pas des moyens de le faire et elle perdrait, en s'efforçant d'y parvenir, le meilleur de sa raison d'être. Mais elle peut en arriver — et c'est surtout de la simple cote au comptant dont nous voulons parler — à rejeter un certain nombre de demandes d'admission, ce qui ne peut être que tout à fait regrettable pour notre épargne.

Nous venons de dire, à propos de la cote officielle, que les opérations de placement dans le public s'organisaient aussitôt après l'abonnement au timbre. Les souscripteurs attendent avec impatience l'inscription des cours de leurs titres à une cote et, à ce point de vue, l'admission à la côte du syndicat des banquiers en valeurs au comptant avait l'avantage d'être vite obtenue. Leur désillusion sera grande si cette cotation est refusée ; ils en subiront un préjudice considérable parce qu'ils ne sauront plus comment vendre, en cas de besoin, leurs titres dont la valeur réalisable deviendra bien vague s'ils ne sont pas cotés sur un marché étranger.

La question est très importante pour notre épargne nationale. Les valeurs mobilières qui conviennent si bien à nos goûts perdent la plus belle de leurs qualités en devenant d'une négociation à peu près impos-

sible ; il est indispensable de ne pas l'oublier quand on recherche les mesures à prendre pour sauvegarder les intérêts de la masse des petits qui économisent et qui peuvent acquérir des titres étrangers.

On ne pourrait faire un grief aux syndicats des banquiers du terme et du comptant de fermer leurs cotes, comme nous l'avons dit, à certaines valeurs déjà placées en tout ou partie dans le public, car ils agiraient dans un esprit parfaitement intentionné à l'égard de notre épargne. Il faut seulement déplorer qu'ils ressentent la nécessité de faire un triage des valeurs qui se présentent à eux, parce qu'il n'existe pas de réglementation, applicable avant les émissions, qui leur donne un complet apaisement et leur permette, en réduisant à presque rien les formalités d'admission à leur cote, de rester les banquiers du marché librement ouvert à toutes les valeurs abonnées au timbre français.

CHAPITRE III

L'ARTICLE 3 DE LA LOI DU 30 JANVIER 1907. —
PROJET DU 5 NOVEMBRE 1912 (1).

I. — ORGANISATION DE LA PUBLICITÉ DES ÉMISSIONS

Notre législation fiscale s'étend à toutes les valeurs mobilières étrangères, mais ce n'est que pour les titres de sociétés, villes, corporations ou établissements publics étrangers qu'elle peut dans une certaine mesure, par l'examen du dossier d'abonnement et l'obligation de faire agréer un représentant responsable, être considérée comme un instrument de protection de notre épargne contre les mauvaises valeurs étrangères.

L'admission à la cote officielle, avec « l'avis favorable » ministériel qu'elle nécessite, l'admission aux cotes du marché en banque sont, de même, des moyens de protection partiels qui ont, en outre, le défaut d'être tardifs.

1. V. le texte complet aux annexes, n^{os} 6 et 7.

Pour faire œuvre véritablement utile en faveur de la défense de nos capitaux, il fallait instituer une réglementation générale à toutes les valeurs étrangères quelles qu'elles soient et devançant le mal, c'est-à-dire visant les opérations mêmes grâce auxquelles notre épargne était amenée à engager ses fonds.

Le besoin d'une telle réglementation s'est fait sentir depuis longtemps ; les efforts répétés en vue d'y parer ont abouti à l'incorporation dans la loi de finances de l'exercice 1907, pour en former l'article 3, d'une série de dispositions inspirées du projet de loi sur les sociétés déposé à la Chambre des députés, le 18 juin 1906.

Au termes de la loi, « l'émission, l'exposition, la mise en vente en France, l'introduction sur le marché en France d'actions, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, de sociétés françaises ou étrangères, seront, en ce qui concerne ceux de ces titres offerts au public, à partir du 1^{er} mars 1907, assujetties aux formalités ci-après : préalablement à toute mesure de publicité, les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs devront faire insérer dans un *Bulletin annexe* au *Journal officiel*, dont la forme sera déterminée par décret, une notice contenant les énonciations suivantes... »

Ces premières lignes de l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907 indiquent tout de suite qu'il ne

s'agit encore que d'une demi-mesure contre la pénétration en France des mauvais titres étrangers. La loi ne parle que des titres de sociétés ; elle néglige entièrement les titres d'emprunts d'État, provinces, villes, etc... D'un autre côté, elle frappe l'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché ; elle paraît donc bien prendre le mal à sa source, mais elle stipule que les publications devront être faites « préalablement à toute mesure de publicité ». Elle s'avoue par là inopérante lorsque l'émission, l'exposition, la mise en vente seront effectuées sans publicité, par exemple, par lettres ou verbalement, ce qui est encore plus simple.

Nous allons voir qu'il a été trouvé un correctif à la première de ces deux insuffisances ; quant à la seconde, il paraît possible d'y remédier en exigeant officiellement la justification des publications légales préalables avant que soit rendue la décision ministérielle d'abonnement au timbre.

Dans sa sphère d'action ainsi limitée, la loi de 1907 peut être considérée comme l'institution en France, sous une forme spéciale, du prospectus d'émission obligatoire. Ses auteurs ont été guidés par la législation existant avant elle en Angleterre, en Belgique, en Allemagne (1) ; comme il s'agissait

1. V. sur la législation appliquée dans ces pays : Guichard (*De la Protection de l'épargne nationale et des syndicats de porteurs de valeurs étrangères*). — Guillaume, *op. cit.* — Becqué, *op. cit.*

d'une réglementation toute nouvelle, ils ont usé de modération.

D'une manière générale, ils n'ont pas paru avoir imposé la publication de renseignements assez précis pour permettre d'apprécier exactement la valeur des titres émis. Comme l'application de la loi n'a pas empêché les exploitations de se poursuivre, on s'est préoccupé de la compléter et de la renforcer.

A un point de vue plus spécial, on a reproché à la loi du 30 janvier 1907 ou plutôt au décret du 27 février 1907 d'avoir créé pour contenir les publications édictées une annexe au *Journal officiel*. On a trouvé que le titre de *Bulletin annexe* au *Journal officiel* semblait conférer à la teneur du bulletin un caractère d'authenticité que les esprits mal intentionnés ne devaient pas manquer de mettre à profit et auquel les naïfs pouvaient aisément se tromper.

Le décret du 3 février 1912 est venu donner satisfaction à cette critique en changeant le titre du *Bulletin annexe* en celui de *Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières*.

Il ne semble pas que ce changement d'enseigne puisse tranquilliser absolument ceux pour l'apaisement desquels la réforme a été apportée. Le titre n'est plus le même ; on pourra le changer — on devra même le changer lorsque l'obligation aux publications sera étendue à d'autres que les sociétés.

— mais la marque de fabrique, le dispositif, le droit d'insertion, le bénéficiaire de ce droit restent les mêmes et, en dépit de la mention ajoutée en haut de la première page en gros caractères, il n'y a aucune raison que, si on l'a réellement fait, on ne continue pas à penser que l'hospitalité reçue par des textes dans une feuille d'aspect officiel, moyennant finances au profit de l'État, ne constitue pas une référence (1).

Ce n'est pas, fort heureusement, à des détails analogues que s'est borné l'effort de remaniement de la loi de 1907. Le 9 février 1912 fut instituée au ministère des Finances une commission extraparlamentaire chargée de rechercher les réformes à apporter à la législation sur la publicité des émissions financières. Les travaux actifs de cette commission aboutirent au dépôt, par le ministre des Finances, à la séance de la Chambre des députés du 5 novembre 1912 d'un projet de loi « ayant pour objet de » défendre l'épargne par une réglementation des » mesures de publicité qui doivent être observées

1. Le bulletin n'est plus le *Bulletin annexe* au *Journal officiel*, mais on continue à l'appeler, dans la pratique, l'annexe au *Journal officiel*. Bien plus, au moment où nous terminions cette étude, il était déposé à la Chambre des députés, le 17 février 1913, une proposition de loi portant création d'un Office national des sociétés anonymes, dont l'exposé des motifs, le texte même, parlant des publications légales préalables aux émissions, renoncent à l'illusion du nouveau titre du bulletin et reviennent délibérément à l'ancienne appellation de *Bulletin annexe* au *Journal officiel*.

» avant l'émission, l'offre, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France d'actions, d'obligations, de parts ou de titres, de quelque nature qu'ils soient, autres que les fonds de l'État français. »

Ainsi qu'il est dit dans l'exposé des motifs, le texte du projet complète et renforce les prescriptions de l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907 dont les dispositions ont toutes été incorporées dans les divers articles de la loi nouvelle.

En prenant un à un ces articles, nous trouverons successivement les faiblesses reconnues de la réglementation actuelle, en même temps que nous examinerons les possibilités proposées de les faire disparaître.

L'article premier vient, très à propos, combler la lacune de la législation de 1907 en étendant l'application de la loi aux titres d'emprunt des corporations, villes, provinces et États étrangers. La rectification est d'autant plus heureuse que, nous l'avons vu, les fonds d'États étrangers occupent une place prépondérante dans notre portefeuille étranger.

Le même article ajoute à la définition des opérations assujetties à la loi « l'offre », les expressions « émissions, exposition, mise en vente, introduction sur le marché » employées jusqu'à présent ayant paru d'un sens trop précis, d'interprétation trop restrictive. Le législateur montre ainsi qu'il cherche consciencieusement à parer à toutes les formes d'at-

taques dont notre épargne peut être l'objet, mais on doit avouer qu'il aura de la peine à suivre l'activité inlassable de ceux dont l'imagination ne reste jamais en défaut pour tourner la loi. La liste des moyens éventés d'abuser des petits s'allonge d'une unité ; il ne peut manquer avec le temps de s'en ajouter d'autres.

L'article 2 concerne uniquement les titres des sociétés ; il énumère tout les éléments que devra comprendre la notice à publier.

Les innovations sur la loi de 1907 sont nombreuses et importantes.

La dénomination de la société doit être « complète », de même que l'adresse du siège social.

Doivent être indiquées désormais : la date de l'acte de société et celles de tous actes modificatifs, la date à laquelle la société doit prendre fin. Ce sont là d'excellentes retouches ; cependant, pour ce qui est des dates des actes modificatifs, on peut se demander quel intérêt leur connaissance peut présenter pour l'édification des souscripteurs. Il semblerait que le texte des modifications, et surtout les motifs de celles-ci seraient plus instructifs, mais il est vrai qu'en fait, on risquerait, en exigeant leur publication, de donner à la notice l'importance d'un volume.

La loi de 1907 stipulait « l'énonciation des modalités de convocation aux assemblées générales et de

leur lieu de réunion » ; le projet de 1912 insiste sur cette matière des assemblées générales en ajoutant « les dispositions relatives à la composition des assemblées générales ». L'intention est excellente ; il est indispensable qu'acheteurs ou souscripteurs sachent bien dans quelle mesure ils auront la possibilité d'exercer sur la gestion de leur capitaux la surveillance à laquelle ils ont droit. Pour les sociétés étrangères lointaines, le public français devra se rendre compte qu'il est souvent mis, par les délais de distance, dans l'impossibilité de se faire représenter, comme il l'entendrait, aux assemblées ; les petits porteurs verront parfois que le droit de pénétration aux assemblées leur est refusé. Sans doute, les conséquences en seront fort relatives parce que la déplorable habitude a été prise en France, par la masse, de négliger tout à fait les assemblées générales ordinaires et même extraordinaires, mais il est à désirer très vivement que, d'une façon ou d'une autre, notre épargne soit tirée de cette torpeur et que, notamment, elle prenne soin d'examiner davantage avant d'acheter des actions de sociétés étrangères si elle pourra exercer convenablement son droit fondamental d'associé de participer aux assemblées générales.

Le projet de loi innove complètement en prescrivant l'énumération des « noms, prénoms, nationalité, qualité, domicile et adresse des membres

» des conseils d'administrations et de surveillance,
» quelle que soit d'ailleurs leur dénomination, ainsi
» que des commissaires des comptes, censeurs, ou
» autres personnes chargées par l'assemblée des
» actionnaires d'exercer un contrôle sur la gestion
» financière de la société ». Il sera très intéressant
de connaître les noms et qualités des personnes participant à la gestion sociale; on peut seulement craindre que le sentiment de la dignité du nom et le sens de la responsabilité étant encore bien vagues dans certains pays, des noms sonores soient utilisés pour éblouir les trop confiants.

La célèbre question des apports, qui a causé et cause tant de soucis à ceux qui s'occupent de notre législation nationale sur les sociétés, a retenu particulièrement l'attention des préparateurs du projet. La notice actuelle doit simplement faire mention des apports en nature et de leur mode de rémunération; il faudra désormais, d'après le nouveau texte, énumérer « les noms, prénoms, nationalité, domicile » et adresse des personnes qui ont fait des apports » en nature, la consistance et le mode de rémunération de ces apports, les charges hypothécaires ou autres qui les grèvent et les mutations à titre » onéreux dont ils ont été l'objet pendant les cinq » dernières années, ainsi que les conditions auxquelles ces mutations ont été faites. »

La première partie des nouvelles indications

exigées ne peut soulever de critique ; il est assurément logique que l'actionnaire ou l'obligataire sachent par qui ont été fait les apports, comment ils ont été rémunérés, de quelles charges ils sont encore grevés. Par contre, l'obligation d'énoncer les mutations à titre onéreux effectuées pendant les cinq dernières années et les conditions auxquelles elles ont été faites mérite quelques réflexions.

Le but de la loi est de fournir au public tous les renseignements de nature à le mettre en état de connaître la valeur des titres qui lui sont offerts et de s'engager, le cas échéant, en connaissance de cause ; c'est dans cet esprit que les dispositions nouvelles concernant les apports en nature sont destinées à faire apercevoir s'il y a eu simulation ou exagération des apports.

Un pareil but sera difficilement atteint. Les mutations, pendant les cinq dernières années auront pu être peu nombreuses et simples ; leur historique sera court, d'appréciation relativement facile. Mais pour peu que l'actif apporté ait fait l'objet, en tout ou par parties, de nombreux échanges, le lecteur de la notice aura de la peine à s'y retrouver et celui qui ne puise pas dans la méfiance l'énergie nécessaire pour tenter de s'éclairer complètement, s'arrêtera avant d'avoir fini la longue description de ces échanges, en admettant que ceux-ci puissent tous être indiqués exactement.

On sait, d'autre part, combien les chiffres sont trompeurs. Un immeuble peut être apporté à une société à un prix très supérieur à celui auquel il a été acquis, sans qu'il y ait majoration d'apport ; par contre, un matériel industriel, un fonds de commerce, une mine, peuvent lui être cédés à un prix sensiblement inférieur à leur dernier prix d'achat et valoir pourtant beaucoup moins encore. Les ignorants que l'on invitera à apprécier verront surtout les chiffres ; ils s'y laisseront prendre.

L'opportunité, d'ailleurs, d'une telle publication sur les apports s'amointrit considérablement lorsqu'il s'agit de sociétés étrangères ayant déjà un certain nombre d'années d'existence. Il est à présumer que ce sont les sociétés de formation récente ou simplement en formation qui ont été particulièrement visées ; il n'était peut-être pas besoin de généraliser.

La sévérité du projet à l'égard des apports est justifiée par la nécessité de faire obstacle aux agissements malhonnêtes dont ils sont souvent un instrument : mais si des précautions aussi grandes sont très utiles à propos des mauvaises affaires, on doit se demander de quel effet elles seront auprès des bonnes sociétés étrangères. Il est difficile d'admettre que celles-ci se soumettent docilement à des formalités qui consistent à leur demander l'affichage détaillé de leurs antécédents ; leur dignité s'en trouvera émue lorsque leurs intérêts n'auront pas à en

recevoir atteinte. Nous avons indiqué précédemment que notre législation fiscale prohibait pour ainsi dire l'entrée sur notre marché des titres des meilleures sociétés étrangères ; il ne conviendrait pas de compléter cette œuvre regrettable par des mesures vexatoires.

Les précisions proposées dans l'indication du capital social, de la partie souscrite et de celle qui est effectivement versée sont bien naturelles.

En ce qui concerne les dettes des sociétés, la loi de 1907 demandait l'indication dans la notice du « montant des obligations qui auraient déjà été émises par la société avec énumération des garanties qui y sont attachées ». On a trouvé que ce n'était pas assez explicite ; le projet de 1912 ajoute qu'il faudra mentionner en plus l'intérêt de ces emprunts obligatoires, les dates des actes constitutifs des garanties qui y sont attachées, le tableau des amortissements effectués et de ceux restant à effectuer. Ce sont des détails qui ont chacun leur intérêt ; la différence importante entre la réglementation proposée et la loi de 1907 réside en ce que les énonciations minutieuses que nous venons de voir devront être données non plus seulement sur les emprunts obligataires antérieurs, mais sur « les emprunts antérieurs, contractés sous forme d'obligations ou toute autre forme ». Si ces termes « ou toute autre forme » doivent être interprétés à la lettre, il ne faut

pas hésiter à s'élever contre leur apparition. Les sociétés sont les maîtresses de leurs affaires et malgré toutes les bonnes raisons que l'on peut avoir de chercher à éclairer l'épargne, il est excessif d'astreindre ces sociétés à dévoiler, dans de telles proportions, le détail de leurs opérations en cours ; il vaudrait autant décréter une fois pour toutes que les entreprises étrangères sérieuses doivent renoncer complètement à notre marché et que seules pourront venir ouvertement solliciter notre épargne celles de second ordre que pousseront un besoin trop pressant de capitaux pour qu'elles hésitent devant les exigences du fisc et qui n'auront pas assez de dignité pour refuser de s'humilier et de se découvrir entièrement.

Pour les emprunts à émettre, le nouveau texte prévoit une série de nouvelles indications à fournir en plus de celles qui sont actuellement requises : « le nombre et la valeur nominale des titres offerts au » public, le mode et, s'il y a lieu, le taux de leur rémunération, les garanties qui y sont attachées avec la » mention des actes qui les auraient constituées, » l'époque et les conditions de remboursement. » Ici, il ne peut plus être parlé de question de froissement ou autre ; obliger la société qui sollicite des capitaux à montrer, de façon aussi détaillée que possible, les garanties qu'elle propose, est une chose indispensable, quel que soit l'emprunteur.

D'après le projet, la notice devra enfin contenir
« le texte des engagements pris par la société au sujet
» des taxes tant françaises qu'étrangères auxquelles
» les titres offerts au public sont ou pourront être
» ultérieurement soumis. » Ces indications seront,
pour certains, d'un très vif intérêt; spécialement, pour
ce qui est de l'engagement pris par la société vis-à-
vis de notre administration de l'enregistrement, il sera
toujours utile de connaître le nom du représentant
responsable. De plus, il peut être prévu qu'avant
de s'exposer à voir leur nom figurer sur la notice et
ses reproductions, ceux dont le crédit est tel que
l'administration les accepterait comme représentant
responsable, tiendront un peu plus compte de la
valeur de la société à cautionner que de celle des
garanties fournies par celle-ci pour la durée d'une
période triennale.

On voit que, dans l'ensemble, la notice, telle que
la prescrit le projet de 1912, aura un développement
très grand. Il faut y ajouter pour les sociétés étran-
gères, les seules dont nous nous occupons ici, la
traduction intégrale des statuts dont la publication,
séparée de la notice, est déjà exigée par la loi de 1907.

On ne pourra plus, comme il est fait actuellement,
se contenter, à l'occasion d'une émission, de publier
une courte notice révisée et de donner la référence
au numéro antérieur du bulletin qui contient les
statuts, lorsque ceux-ci ont déjà fait l'objet d'une

publication. Le public y gagnera à retrouver, chaque fois qu'il sera sollicité, la possibilité de reprendre connaissance du pacte social et d'y relire les articles si intéressants pour lui qui décrivent les conditions dans lesquelles sont organisées l'administration et la direction de la société sur laquelle son attention est attirée. Il convient, cependant, de remarquer qu'en comprenant obligatoirement les statuts, la notice prendra des dimensions peut-être excessives pour la catégorie de lecteurs à l'intention desquels elle est précisément instituée. D'autre part, il suffit de comparer les articles des statuts avec les paragraphes de la notice pour apercevoir qu'il y aura souvent double emploi ; des répétitions de cette nature sont inutiles ; elles fatigueront le lecteur qui, contrairement à ce qui se passe avec la réglementation actuelle, devra absorber en premier lieu tous les statuts, pour retrouver ensuite une bonne partie de leur texte dans diverses énonciations de la véritable notice sur laquelle il sera dès lors enclin à passer trop rapidement. D'un autre côté, les sociétés étrangères auront d'autant plus le droit de s'étonner de cette bizarrerie de notre loi qu'elles auront à en supporter une augmentation de frais qui pourra être appréciable.

L'article 3 du projet de loi énumère les énonciations à porter dans la notice dont la publication sera imposée aux émetteurs ou introducteurs de titres d'emprunt de corporations, villes, provinces, États

provinciaux ou fédérés et de toute collectivité publique étrangère autre que les États souverains et indépendants. L'innovation est excellente et son application sera d'une très grande utilité car si les villes étrangères importantes ont rarement emprunté en France, il en est autrement des provinces ou États fédéraux, de l'Amérique du Sud notamment. Nous avons vu qu'à la faveur d'un traitement privilégié de la part de notre législation fiscale, les titres de fonds d'État étrangers ou ceux qui leur sont assimilés par le fisc, ont afflué sur notre marché ; la loi de 1907 n'ayant cherché à atteindre que les sociétés étrangères, aucune autre formalité que celle d'acquitter le timbre n'est imposée jusqu'à présent à l'émission de ces titres. Désormais, *le Bulletin d'annonces légales* fournira aux souscripteurs une série de renseignements fort instructifs dont l'un des plus précieux sera « la mention que l'emprunt » est autorisé ou non autorisé, garanti ou non » garanti par l'État souverain dont relève la collectivité qui emprunte et, dans l'affirmative, le texte » de l'acte qui aura autorisé ou garanti cet emprunt. » S'il n'y a pas autorisation, la notice doit indiquer » que la législation de l'État souverain n'exige pas » cette autorisation ».

L'article 4 concerne les titres d'emprunt d'États étrangers souverains et indépendants. Les auteurs du projet se sont efforcés ici de ménager les suscep-

tibilités des emprunteurs ; ils se sont contentés d'astreindre les émetteurs à publier le texte de l'acte, quel qu'il soit, qui a sanctionné l'emprunt, le nombre, la valeur nominale des titres offerts au public, le taux de l'intérêt et, s'il y a lieu, les garanties qui y sont attachées, l'époque et les conditions de remboursement et, enfin, comme pour les autres titres visés par les articles 2 et 3, la situation actuelle et future des titres au point de vue des impôts français et étrangers.

On pouvait difficilement songer à demander davantage. L'énumération des recettes et des dépenses du dernier exercice, les dépenses afférentes au service de la dette extérieure et les énonciations sur les emprunts antérieurs qui sont imposées par l'article 3 auraient été, le plus souvent, interminables et fastidieuses. Il aurait pu être, de plus, un peu blessant pour les États de les exiger, car si c'est bien à l'émetteur qu'incombe l'obligation de faire les publications, c'est tout autant pour lui la faculté d'émettre que, par suite, pour le titre, la possibilité d'être émis qui est réglementée. Quelque légère que soit seulement celle-ci d'après l'article 4, le signataire du titre, c'est-à-dire l'État souverain emprunteur peut déjà s'en formaliser ; lui appliquer les dispositions de l'article 3 serait heurter davantage ses susceptibilités.

Au surplus, nous avons vu que les émissions en

France de fonds d'États souverains étrangers étaient maintenant l'objet d'une intervention directe ou indirecte du gouvernement, soit dans l'intérêt même de l'épargne, soit dans un but politique ; l'article 4 perd par là une bonne part de sa signification.

L'article 5 a pour objet de mettre le souscripteur ou l'acheteur à l'abri de l'éventualité où la part d'actif représentée par l'action, les garanties de l'obligation se trouveraient modifiées entre le jour de la publication de la notice et celui de l'émission. Dans le cas où de telles modifications se seraient produites, les émetteurs devront, avant toute autre mesure de publicité, faire paraître au *Bulletin des annonces légales* une notice complémentaire ou rectificative.

Le désir d'éviter ainsi toute méprise au public est absolument légitime. Se réalisera-t-il toujours utilement pour la catégorie des valeurs mobilières qui nous intéresse ? Les changements dans les bases de l'affaire, dans les garanties de l'emprunt peuvent survenir avant l'émission, mais trop tard pour que la publicité et les premières souscriptions aient pu être arrêtées ; ils peuvent se produire aussi pendant la période de souscription. Sans doute, il est encore temps d'aviser le public qui pourrait souscrire ou acheter le solde des titres, mais, pour avoir cherché à procurer d'une manière rigoureuse la valeur d'aspect, à une date donnée, des titres offerts, le

système de la notice aura créé de la sorte une situation délicate pour ceux qui auront souscrit avant la publication de la notice rectificative mais antérieurement aussi à l'expiration des délais de distance nécessaires pour que l'émetteur puisse être lui-même au courant exactement des modifications apportées.

En pratique, l'article 5 aura rarement à être appliqué ; pourtant, les changements qu'il prévoit restent dans le domaine des choses toujours possibles et nous aurons à mentionner plus loin la légitime appréhension qu'en ressentiront les émetteurs quand il sera traité de leurs responsabilités.

L'article 6 spécifie simplement que toutes les mentions prescrites par les articles 2, 3, 4 et 5 seront en langue française et que la valeur des monnaies étrangères sera exprimée en francs au cours du jour.

Telles sont les dispositions du projet de loi qui, complétant sur bien des points celles de la loi de 1907, auront pour effet de permettre aux souscripteurs, quels que soient les titres émis, de trouver dans la notice obligatoire tous les éléments dont ils peuvent avoir besoin pour se former une opinion éclairée.

Afin d'assurer l'authenticité des diverses énonciations de la notice, l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907 oblige les émetteurs à revêtir la notice de leur signature et de leur adresse, étant entendu qu'ils devront être domiciliés en France. Quant aux statuts, c'est la société étrangère qui est tenue de les publier ; elle

doit donc, en principe, les accompagner de sa signature, sans être, cependant, astreinte à le faire.

Ces dispositions ont paru insuffisantes et, d'après l'article 7 du projet de 1912, la signature des émetteurs prendra une signification plus grande en étant obligatoirement précédée d'une attestation de sincérité de la notice. A cette signature, les émetteurs auront à ajouter, en plus de leur adresse, leur domicile et aussi leurs qualités. Quant aux statuts, qui ne seront qu'une partie de la notice, cette certification devra être renforcée — ce qui fait peut-être inutilement double emploi — par une affirmation des émetteurs que la traduction est complète, sincère et conforme au texte original.

Les émetteurs donc seront contraints de prendre, sans contestation possible, la responsabilité des textes publiés ; nous aurons à examiner plus loin comment le projet a précisé la signification de cette responsabilité.

La notice ainsi établie et certifiée, il fallait veiller à ce qu'elle soit mise à la portée des souscripteurs ou acheteurs, à ce qu'ils en aient connaissance ; faire autrement eût été reconnaître que la loi ne devait pas avant tout mettre le public en garde contre les entreprises malhonnêtes ou hasardeuses, mais simplement organiser la répression des abus. L'article 3 de la loi du 30 janvier 1907 stipule que « les » affiches, prospectus et circulaires devront repro-

» duire les énonciations de la notice et contenir
» mention de l'insertion de ladite notice au *Bulletin*
» *annexe* au *Journal officiel*, avec référence au
» numéro dans lequel elle aura été publiée ; en outre,
» les annonces dans les journaux devront reproduire
» les mêmes énonciations, ou tout au moins, un
» extrait de ces énonciations avec référence à ladite
» notice et indication du numéro du *Bulletin annexe*
» au *Journal officiel* dans lequel elle aura été
» publiée ».

L'article 8 reprend entièrement ces prescriptions ; de plus, il oblige les émetteurs à signer, avec indication de leurs qualité, domicile et adresse, les affiches, prospectus, circulaires et aussi les annonces. Les émetteurs, dont la responsabilité civile et pénale se trouvera engagée, seront également tenus de certifier conformes, de la même manière, les passages des affiches, prospectus ou autres qui seront la reproduction d'une partie de la traduction des statuts.

En s'appesantissant, autant sur les affiches, prospectus et circulaires, le projet obvie à une grande faiblesse de la loi de 1907. Il n'est pas besoin d'expliquer longuement, en effet, que si les circulaires, prospectus et annonces peuvent contenir d'autres informations que celles de la notice, sans qu'ils soient attestés par aucune signature quelconque, l'effet de la loi est nul car le public ne lit pas le bulletin qu'il faut aller chercher quand il est

possible de le trouver et ne se décide à engager ses capitaux que sur le vu des prospectus et circulaires qui lui viennent de toutes les directions sans qu'il ait à bouger. Les choses en sont même à ce point que les lanceurs de circulaires sont seuls véritablement les placeurs et que le signataire de la notice actuelle, quand il n'est pas au nombre de ces lanceurs, est — homme de paille ou non — étranger à l'action qui a entraîné les souscriptions.

Avec la réglementation proposée, il y aura identification entre les lanceurs de circulaires et les signataires de la notice ; les responsabilités que précisera la signature des prospectus devra avoir pour effet de rendre plus rares dans ces documents les commentaires supplémentaires de la notice qui tendra de ce fait à inspirer complètement la rédaction de tous les imprimés répandus à l'occasion d'une émission : le rôle informateur des publications légales s'exercera réellement.

D'ailleurs, pour que la masse ait, plus sûrement encore, la possibilité de prendre connaissance de ces publications, l'article 9 spécifie : « les émetteurs, » exposants, metteurs en vente et introducteurs » doivent tenir à la disposition de tout acheteur ou » souscripteur qui en fera la demande le ou les » numéros du *Bulletin des Annonces légales obligatoires à la charge des Sociétés financières*, où » ont été publiées là ou les [notices prévues dans la

» présente loi. La présente disposition sera affichée
» ostensiblement dans les locaux où sont acceptées
» les souscriptions ou reçus les versements. »

Quant aux annonces dans les journaux, l'article 8 reproduit les dispositions en vigueur, en ajoutant que l'extrait de la notice et les références obligatoires « doivent être imprimés en caractère de dimension au moins égale à ceux de la partie principale de l'annonce ». Cette réforme de détail est insignifiante, l'impression uniforme d'une annonce pouvant présenter l'inconvénient de ne pas faire ressortir assez nettement les extraits de la notice, c'est-à-dire la partie officielle et certifiée de l'annonce, ainsi que les références aux notices et aux numéros du bulletin où celles-ci ont été publiées.

Les articles 10 et 11 mettront fin à un abus commis par ces émetteurs indécents qui n'hésitent pas à mentionner d'eux-mêmes dans les prospectus ou circulaires, soit comme guichet pour recevoir les souscriptions ou les versements, pour effectuer ultérieurement le paiement des coupons ou généralement le service des titres, soit comme administrateur d'une société ou à toute autre occasion, des maisons ou des particuliers dont le bon renom est habilement utilisé pour faciliter les opérations de placement. A l'avenir, toute indication du nom d'un tiers dans les affiches, prospectus, annonces et circulaires devra être appuyée « d'une autorisation

spéciale et signée dont mention devra être faite expressément dans lesdits écrits ».

L'article 10 interdit également de faire mention en aucun cas que « l'admission à la cote des titres à » émettre, à exposer, à mettre en vente ou à introduire sur le marché en France, est ou sera demandée » dans une bourse française ». On a voulu, par cette interdiction, supprimer le moyen employé par des émetteurs, faisant feu de tout bois, d'attirer des souscriptions en faisant croire à certains que l'admission à la cote officielle pourrait être obtenue ; il suffisait, par exemple, d'indiquer que la cote du marché de Paris était demandée et d'ajouter verbalement qu'il s'agissait de la cote officielle des agents de change. Cet abus avait été déjà mis en évidence à la Chambre des députés, le 3 février 1912 et, par arrêté du 9 février 1912, une commission extraparlamentaire fut chargée de rechercher le moyen de le réprimer ; les auteurs du projet de 1912 ont répondu à la question posée.

Il ne faut pas croire, pourtant, que l'interdiction de l'article 10 soit complètement heureuse de conséquences. Nous avons eu l'occasion de dire qu'une des premières préoccupations d'un acheteur de valeur mobilière devait être de s'assurer, en opérant son achat, qu'il pourra aisément réaliser les titres qu'il acquiert ; il est donc infiniment logique que la promesse d'une demande d'inscription à la cote

indiquée sur un prospectus retienne son attention, le conduise à préférer, à qualité apparente égale, les titres faisant l'objet de ce prospectus; il est non moins naturel qu'on ait cherché à éviter toute exploitation abusive d'une telle préférence. Mais on doit considérer dans quelle posture va se trouver le souscripteur lorsqu'il ne saura plus, de par la loi, si la valeur qu'on lui offre aura un marché public.

La promesse d'une demande d'admission à la cote n'avait de valeur que par celui, auteur du prospectus, qui la donnait; elle avait donc souvent un très grand poids méritant ferme confiance. Il est évident que, disparaissant du prospectus, elle ne manquera pas de réapparaître verbalement; mais le capitaliste réfléchi, qui préfère ce qui est écrit, la regrettera beaucoup parce qu'elle le soutenait dans l'attente d'une admission à la cote souvent trop laborieuse et son regret sera d'autant plus vif que la notice ne lui dira pas si les titres qu'il voudrait acheter figurent à une cote officielle étrangère.

Ceux qui, prudemment, font de la possibilité de réalisation une condition *sine qua non* de leurs achats pourront apprendre dès lors, avec plaisir, par le prospectus ou la notice signée, que l'émetteur a fait coter officiellement sur un marché voisin les titres offerts ou que ceux-ci y étaient déjà cotés. Ils pourront souscrire et attendre avec calme l'ouverture de l'un de nos marchés; rien n'empêcherait

même qu'ils commencent de cette façon à prendre l'habitude de connaître d'autres marchés que le nôtre et que les émetteurs en viennent à ne plus songer autant à l'inscription à nos cotes dont la promesse était jusque-là un appui précieux pour le succès de leurs opérations : ainsi pourrait être compromis l'heureux effet des formalités d'admission à la cote, par le seul désir d'enrayer, imparfaitement en pratique, un des modes d'action de quelques malfaiteurs.

Pour terminer l'examen des articles 10 et 11, il nous reste à dire que la mention dans les affiches, prospectus, annonces et circulaires, que les insertions légales ont été faites au bulletin, devra spécifier que ces insertions ont eu lieu en exécution de la loi proposée et reproduire le titre complet du bulletin. Cette obligation doit empêcher certains émetteurs peu scrupuleux d'indiquer, par exemple, que les publications de leurs communiqués ont été faites au *Bulletin des annonces légales*, sans en dire plus long, et de faire croire par là ou par un autre genre de rédaction analogue, que l'émission à laquelle ils procèdent a reçu en quelque sorte une estampille officielle.

Cette prescription doit être rapprochée du décret du 27 février 1907, modifié par celui du 3 février 1912, dont elle est le corollaire. La modification de titre du *Bulletin annexe* n'a pas détruit le caractère de

celui-ci au point que des esprits habiles n'aient pu continuer à en tirer parti. Il a fallu s'ingénier à les en empêcher; on propose un moyen; le bulletin changera encore de nom, mais, nous l'avons dit, ce n'est que l'étiquette qui variera. Le gros public continuera, s'il l'a fait, à attribuer une marque officielle à cette annexe du *Journal officiel* et les émetteurs malintentionnés ne seront pas longtemps en peine d'exploiter de façon inédite cette manière de voir que renforcera plutôt l'application du régime rigoureux proposé pour la notice.

II. — RESPONSABILITÉ DES ÉMETTEURS

Après avoir donné aux publications légales, avec toute la recherche du détail que nous avons constatée un cadre tel que le public ne pourra pas se plaindre de n'être pas renseigné de façon complète, après avoir imposé les mesures nécessaires pour que ces publications pénètrent, sans qu'elles soient dénaturées, jusqu'à ceux qui sont sollicités par les placeurs, le projet devait, pour être entier, s'occuper de la responsabilité des émetteurs dont il a exigé la signature chaque fois qu'il a été possible; il devait également penser à la constatation des infractions, à leur répression.

D'après l'article 3 de la loi de 1907, les infractions

sont constatées par les agents de l'enregistrement ; elles sont punies d'une amende de 10.000 à 20.000 francs, mais avec bénéfice, pour la fixation de cette pénalité de l'article 463 du Code pénal.

Organisé de la sorte, la constatation des infractions ne pouvait être efficace. D'ailleurs, la notice est si courte, si simple, elle peut si aisément se composer uniquement de renvois aux articles des statuts que les émetteurs malhonnêtes se gardent bien de ne pas l'établir telle que la loi la demande ; les publications irrégulières sont peu fréquentes.

Actuellement, les émetteurs sont tenus de revêtir la notice de leur signature, ce qui a pu faire penser qu'ils allaient, de ce chef, assumer une responsabilité particulière. En matière d'émission, de commerce de valeurs mobilières, c'est, en dépit de toutes les controverses, le droit général des contrats et délits qui est applicable, pour le cas de titres étrangers surtout.

« Entre les introducteurs et les acheteurs, il y a, non » pas rapport de société, mais rapport de vente ; entre » les introducteurs et les sous-acheteurs, rapport de publicité, c'est-à-dire de bonne foi.

« Les introducteurs battent l'estrade, vendent leur » marchandise, lâchent leurs courtiers, se procurent » le concours de la presse, usent de tous les moyens » de réclame en bourse ou en banque, préconisent » la valeur en lui attribuant des qualités qui décident

» le public à la prendre à un cours de hausse et de
» confiance. La valeur fléchit ensuite et tombe : les
» qualités qu'on lui avait attribuées n'existaient pas,
» le public a été berné.

» Si la valeur a été souscrite sans que la manœuvre
» exercée en ait été la cause, ou si la valeur a sombré
» pour d'autres motifs, les introducteurs sont
» exonérés. Le tribunal civil de la Seine (1^{re} ch.
» 21 Décembre 1909, Bardon contre Union des capi-
» taux, *Gaz. trib.*, 20 février 1910) observe à bon droit
» que la condamnation du banquier est subordonnée
» à la double preuve que les agissements commis ont
» été la raison déterminante et impulsive de la sous-
» cription et qu'il y a relation de cause à effet entre
» eux et le préjudice (bien que surfait à l'origine, le
» titre était tombé, par suite d'une panique occasion-
» née par un groupe financier rival ; on avait affirmé
» une cotation inexacte mais le souscripteur aurait
» acquis quand même, car il a été mû par un autre mo-
» tif (1). »

L'application de l'article 1382 du Code civil ou des articles 405, 59 et 60 du Code pénal au signataire de la notice ne saurait être tentée qu'autant qu'il y a eu de sa part agissement quelconque auprès du public. Or, ce n'est pour ainsi dire jamais le cas : celui qui signe n'est trop souvent pas celui qui place, les notices

1. M. Thaller, *Syndicats financiers d'émission*.

sont généralement exactes, elles ne sont pas lues et, au surplus, leurs énonciations sont trop fades et trop mal présentées, à côté de celles des prospectus ou circulaires, pour être de véritables déterminants de souscriptions ou d'achats.

En assurant une large divulgation de la notice, en confondant celui qui signe cette notice et l'auteur des circulaires, le projet de 1912 facilite à l'égard de ce signataire, l'application du droit commun. Cela n'a pas paru suffisant ; l'article 12 du projet institue un régime nouveau.

Tout d'abord, les infractions aux dispositions des onze premiers articles seront constatées, en même temps que par les agents de l'enregistrement, par tous les officiers de police judiciaire ; la quantité des détails de la notice, les multiples prescriptions nouvelles de la loi exigeaient, en effet, un contrôle plus étendu et mieux placé pour s'exercer que celui de l'administration de l'enregistrement.

Les infractions sont punies d'une amende de 1.000 à 20.000 francs. Le tempérament sur la loi de 1907 est relatif, car l'amende sera due pour chaque infraction, le paragraphe 2 de l'article 365 du Code d'instruction criminelle n'étant pas applicable ; en outre le bénéfice de l'article 463 du Code pénal ne pourra plus être invoqué.

Si l'infraction a été comise avec intention frauduleuse, le coupable sera puni, en outre, « d'un empri-

» sonnement d'un an au moins et de cinq ans au
» plus, sans préjudice de l'application de l'article 405
» du code Pénal aux faits constitutifs d'escroquerie.
» Le coupable pourra être, de plus, à compter du
» jour où il aura subi sa peine, interdit pendant cinq
» ans au moins et dix ans au plus, des droits men-
» tionnés à l'article 42 du Code pénal ». Le bénéfice de
l'article 463 du Code pénal sera admis ici.

Ainsi se trouve précisée la responsabilité pénale
et l'on voit avec quelle sévérité.

Personne ne trouvera qu'on a mal fait de frapper
si fort les financiers malhonnêtes ; malgré cela, il
est possible de redouter qu'en dépassant la rigueur
de l'article 405 du Code pénal on soit allé un peu
loin ; pour l'application des pénalités, il n'est plus
besoin de tentatives, d'actes frauduleux ; il suffit de
« l'intention frauduleuse » sans que rien n'indique
sur quelles bases s'appréciera cette intention.

A un autre point de vue, nous constatons que ce
sont en fait les officiers de police judiciaire qui seront
principalement chargés de la constatation des infrac-
tions ; à emprunter les termes mêmes de l'exposé des
motifs, « c'est le parquet qui sévira » et, dès lors,
c'est ouvrir un peu officiellement la porte aux incon-
vénients de l'action du parquet dont M. Thaller
écrivait :

« Le parquet du ministère public est dans une
» situation délicate. S'il agissait de son propre mou-

» vement, on le soupçonnerait de prévarication. La
» nouvelle de la poursuite provoquera une baisse
» instantanée des titres, la ruine de l'épargne. « Jus-
» tice de Gribouille qui noie les gens pour les empê-
» cher de mourir », disait à la barre un de nos avo-
» cats les plus réputés dans un procès récent. Autre
» grief : les fonctionnaires du parquet n'ont-ils pas
» été achetés par un parti rival afin de déterminer
» cette baisse ? N'ont-ils pas eux-mêmes, à la veille
» du réquisitoire d'information, abusé du secret pro-
» fessionnel et pris position à la Bourse par des
» ventes à découvert dont ils ont la réussite en
» main ?... (1) »

Quoi qu'il en soit, il faut reconnaître toute l'opportunité de l'énergique répression pénale instituée par le projet à l'égard des malversateurs.

Il est plus difficile de donner une pareille approbation au système des amendes, car il s'agit, cette fois, des émissions faites honnêtement, sans intention frauduleuse. Pour apprécier la gravité de la réforme proposée, il n'y a qu'à se reporter au détail des mentions imposées pour la notice.

Tout en laissant de côté certains passages du texte des onze premiers articles où des rectifications et des précisions de texte seront vraisemblablement apportées, on est impressionné, dans l'ensemble, des

1. Syndicats financiers d'émission.

multiples occasions où les émetteurs, armés de la meilleure volonté, pourront commettre des erreurs ou des omissions et, plus on y réfléchit, plus on est obligé de penser que l'adoption du projet, tel qu'il a été déposé, découragera les émetteurs sérieux, ceux dont notre épargne a besoin.

L'article 13 du projet s'occupe de la responsabilité civile seule : « Nonobstant toute convention con-
» traire, les émetteurs, exposants, metteurs en vente
» et introducteurs seront personnellement et soli-
» dairement responsables envers tout détenteur des
» titres émis, exposés, mis en vente ou introduits
» sur le marché français, du préjudice résultant de
» l'omission dans les annonces, prospectus d'autres
» écrits visés, de l'une quelconque des indications
» prescrites ou de l'inexactitude de ces indications,
» sauf toutefois, dans ce dernier cas, leur recours
» contre la société ou les tiers qui leur auraient
» fourni les renseignements inexacts. »

C'est, en somme, une adaptation de l'article 1382 du Code civil en même temps que sa proclamation auprès de tous, grands et petits. Pour que la prise de cette responsabilité civile soit bien fixée, les émetteurs sont obligés de garantir, par leur signature, la teneur de la notice, l'exactitude de la traduction des statuts des sociétés.

III. — APPRÉCIATION DU PROJET DU 5 NOVEMBRE 1912

Nous avons suivi, article par article, le projet de 1912 ; en nous attachant aux détails, nous avons vu comment on a pensé rendre effectif le régime inauguré par l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907.

Prise dans ses grandes lignes, la proposition qui est faite marque un considérable progrès sur la législation actuelle ou, pour mieux dire, elle établit véritablement, pour la première fois, une réglementation consistante des émissions de valeurs mobilières en France.

Elle donne à la notice une étendue et une précision qui lui manquaient totalement ; elle adopte par là, de façon très nette, les principes du système belge. En précisant comment les prospectus et circulaires devront se comporter, elle emprunte au système anglais. Elle ne se contente pas de tout cela ; elle prévoit la mise à la portée du public de la notice *in extenso* officiellement reproduite ; elle vise dans une certaine mesure — bien qu'avec un peu de confusion — les annonces dans les journaux ; elle édicte enfin, en cas d'infraction, des pénalités nouvelles, lourdes pour tous, sévères particulièrement à l'égard des émetteurs malhonnêtes.

Ainsi forme-t-elle un tout solide dont le caractère

peut s'exprimer par la formule : publicité étendue avec responsabilité des émetteurs accentuée.

L'élargissement de la publicité, qui est tel qu'il y aura jusqu'à double emploi entre les numéros du *Bulletin* mis à la disposition des souscripteurs et les circulaires ou prospectus, la profusion de documentation donneront pleine satisfaction à ceux qui restent les partisans d'une liberté aussi absolue que possible pour les émissions et qui ne voient de remède contre les abus que dans l'éducation financière des foules. Par contre, ces mêmes défenseurs de la liberté verront dans la répression rigoureuse organisée un obstacle aux opérations sérieuses dont les promoteurs habituels ne voudront pas s'exposer à des pénalités qu'il leur sera trop difficile, sinon impossible, d'éviter.

Pour notre part, considérant simplement la défense de l'épargne contre l'émission en France des valeurs mobilières étrangères, nous avons à nous demander d'abord, si la loi proposée s'étend à tous les afflux non dissimulés de titres étrangers en France et ensuite, comment, dans son champ d'action, elle exercera au profit de notre épargne, l'œuvre bienfaisante qu'elle recherche.

Nous avons vu que les publications légales ne sont nécessaires que préalablement à toute mesure de publicité, c'est-à-dire avant la mise au jour « d'affiches, prospectus, circulaires, annonces » pour utiliser les appellations mêmes de la loi. Il reste

done, pour atteindre l'épargne, une fissure utilisable en sollicitant celle-ci par lettres ou verbalement (1).

En second lieu, la loi a imposé les publications à ceux qui participent à l'entrée des titres dans le portefeuille de l'épargne : il lui a fallu les désigner et, pour cela, préciser les opérations qui permettent le placement. Les auteurs de la loi se sont lancés là dans un chemin difficile : ils ont ajouté à la liste déjà officielle de ces opérations « l'offre » en voulant dire l'offre publique sans doute. Ils ont omis l'excitation organisée à l'achat ; l'avenir montrera probablement qu'ils en ont oublié d'autres.

D'une portée limitée de ce double chef, la loi proposée ne peut pas être qualifiée de protection générale.

Telle qu'elle est, elle doit, pour être satisfaisante, instituer une publicité suffisante et opérante, lutter contre les abus, laisser s'effectuer aisément sinon encourager les bonnes opérations.

Nous avons relevé quelques imprécisions dans l'organisation proposée ; elles portent sur des détails

1. « La démarcation du marché public et du marché privé est » extrêmement difficile. Un banquier a deux sortes de clientèle : » l'une, à demeure, l'autre, mobile, changeante, se renouvelant à » chaque prise de contact avec un individu différent.

» Tant que le banquier circonscrit le placement des titres dans » le cercle de ses clients habituels, il se tient sur le domaine du » marché privé, il n'enfreint pas la loi en devançant le prospec- » tus... (Thaller, *op. cit.*) »

qu'une mise au point ultérieure du texte ne saurait manquer de faire rectifier. Nous avons signalé, par contre, une insuffisance sérieuse en constatant que la notice n'indiquerait pas si la valeur mise en vente est négociable officiellement sur un marché étranger ; puisque, fort malheureusement à notre avis, la perspective d'une cotation en France ne pourra plus être mentionnée dans les prospectus, on aurait dû obliger l'émetteur à faire savoir où les titres pourraient être réalisables. D'autre part, nous pensons qu'en matière de sociétés étrangères, il aurait été intéressant de signaler au public les bénéfices effectués, les amortissements opérés et les dividendes distribués pendant les trois derniers exercices ; pour une émission d'actions seulement, lorsque celles-ci feraient l'objet d'un marché à l'étranger, le cours moyen pratiqué dans le cours des trois dernières années, pendant la dernière surtout, pourrait faire réfléchir beaucoup ceux qui ignorent qu'une introduction d'actions sur notre marché est le plus souvent précédée d'un gonflement des cours d'une signification plus explicite que les plus longs historiques sur les apports.

Quelles que soient les énonciations additionnelles que l'on puisse recommander, on est obligé de reconnaître que, d'une façon générale, le projet de 1912 fournira aux souscripteurs ou acheteurs une abondance de renseignements extrêmement utiles.

La publicité organisée sera-t-elle opérante ? Il n'est pas possible de le nier. La notice sera peu lue ; elle sera presque toujours trop longue et l'impression, la mise en page du bulletin la rendront d'une lecture pénible. La reproduction de la notice sur les affiches n'aura pas plus de succès, moins peut-être. Par contre, les prospectus et circulaires agiront dans le sens souhaité ; ils comprendront le texte complet des publications et, en outre, comme ils devront être signés, les émetteurs, soucieux de ne pas accumuler les occasions de responsabilités, tendront à paraphraser simplement le texte de la notice dans le corps même du prospectus ou de la circulaire, c'est-à-dire dans la partie imprimée de façon agréable pour les lecteurs. Quant aux annonces dans les journaux, la loi est imprécise à leur sujet ; de quelque manière que l'on rectifie les dispositions qui les concernent, on peut dire qu'elles attireront aussi l'attention sur les insertions faites au *Bulletin annexe*.

Il en résulte que la réglementation nouvelle devrait être, en principe, du plus salulaire effet, parfaite même ; mais, en se tournant vers les réalités, on aperçoit vite qu'à côté des publications légales, il y a, au moment des émissions, une autre publicité, celle des journaux, et l'on constate que la seconde doit être — et qu'elle est effectivement — beaucoup plus active que la première, parce qu'elle est d'une puissance et d'une abondance difficile à égaler, et

aussi parce qu'elle traite de la valeur intrinsèque même des titres offerts pendant que les publications légales ne font qu'étaler aux yeux la fade superstructure de ces titres.

Singulière négligence d'une loi, qui, se parant de réglementer la publicité qui précède les émissions, en néglige tout à fait l'agent souvent principal, au risque de voir mettre à néant le bénéfice du travail accompli. Si la loi, visant dans un but moral ceux qui profitent des abus dont l'épargne est victime, a frappé les émetteurs, a-t-elle songé aux profits que procurent aux journaux les émissions, bonnes ou mauvaises? Nous avons déjà dit qu'il serait opportun d'examiner s'il ne conviendrait pas de rétablir dans la presse financière un juste équilibre entre l'information et la réclame; nous devons le répéter ici, parce que tant que le législateur se refusera à y songer, il devra douter de la valeur du projet proposé, si c'est réellement l'intérêt de l'épargne qu'il a en vue.

Pour être efficace, le projet de 1912 devra également faire obstacle aux abus. Or, nous voyons qu'à ce point de vue aussi l'épargne n'aura pas son apaisement. La réglementation proposée dérive du régime répressif; elle en a les mêmes faiblesses.

Les menaces les plus terribles ne feront pas reculer les malhonnêtes gens; tout au plus pourrait-on dire que la multiplicité des énonciations de la notice

attardera un peu, mais momentanément seulement, ceux qui tiendront à donner un certain aspect de régularité à leurs publications légales, pour avoir le temps de commencer au moins leurs opérations frauduleuses.

D'autre part, pour que le succès du système nouveau soit assuré, il est indispensable que les émissions de bonnes valeurs étrangères ne soient pas raréfiées. Il faut que l'exigence d'énonciations nouvelles ne froisse pas, non seulement les États étrangers emprunteurs, mais aussi les sociétés étrangères sérieuses. Nous reconnaissons qu'à l'égard des premiers, les auteurs du projet ont été accommodants, mais, pour les sociétés étrangères, nous avons vu que celles qui ont de la dignité ne pourront pas accepter facilement de livrer au public leurs antécédents détaillés par l'historique des apports qui leur ont été faits, et qu'elles se refuseront à dévoiler complètement leurs opérations en énumérant leurs emprunts antérieurs contractés sous forme d'obligations « ou sous toute autre forme », avec la mention de l'intérêt et l'indication des garanties qui y sont attachées ainsi que des actes constitutifs des dites garanties.

Enfin, il reste à examiner si les émetteurs sérieux, ceux qui procurent au public des placements de bonne qualité, ne seront pas mis à mal par la loi.

Les auteurs du projet ne se sont pas assez repré-

sentés par quelles difficultés devront passer les émetteurs pour se procurer, d'origine satisfaisante, les innombrables renseignements qui sont exigés d'eux. Ils se sont surtout occupés de répression et pour aboutir entièrement aux articles 12 et 13 du projet, ils ont exigé l'attestation de sincérité des textes publiés, notice et statuts traduits. Ils en sont arrivés à demander là beaucoup trop à ceux qui mesurent avec réflexion les conséquences possibles des engagements qu'on leur demande de prendre. Les honnêtes gens n'ont jamais songé à signer autre chose que ce qu'ils croient fermement être exact; demander aux émetteurs sérieux une certification doit les faire hésiter beaucoup, et c'est vouloir leur interdire toute opération que de les mettre sous le coup de pénalités extrêmes, de procès incessants alors qu'ils peuvent, de bonne foi parfaite, commettre des erreurs ou des omissions de texte.

Des publications légales sont faites. Il n'y a pas encore eu offre, on ne s'est pas encore occupé d'organiser la mise en vente; l'épargne n'a pas encore été abordée ni même tentée, mais on constate des erreurs dans les textes: des amendes multiples sont encourues.

La loi manque de clarté en stipulant qu'il y aura amende pour toute infraction à chacune de ses dispositions; l'exposé des motifs est déjà plus précis en ajoutant entre parenthèses « mentions omises ou

erronées soit dans les notices, soit dans les affiches, prospectus, circulaires et annonces ». Il conviendrait, pour l'édification des émetteurs, de spécifier si l'omission du plus petit détail, si la plus légère erreur constitueront des infractions passibles d'amendes, et de faire comprendre comment s'appréciera le total des pénalités à appliquer à ceux qui trouveront peut-être plus économique de sauter une disposition entière de la loi ou même de passer complètement outre en ne publiant plus rien du tout.

Pour affirmer la responsabilité civile des signataires des notices, prospectus ou autres, les auteurs de la loi ont été beaucoup plus nets ; ils ont décidé qu'elle pourra résulter de l'omission de « l'une quelconque des indications prescrites ou de l'inexactitude de ces indications ». Ils n'ont pas jugé opportun de parler de l'inexactitude des mentions non prescrites qui se trouveraient ajoutées ; le droit commun les en a dispensés comme il aurait pu les dispenser de tout l'article 13. On peut observer ici que la proclamation de la responsabilité des émetteurs, pour inexactitude ou omission d'une énonciation, provoquera une ruée de plaideurs contre les lanceurs d'une émission. Les tribunaux apprécieront et il est à présumer que les jugements révéleront une série de plaignants, chicaniers par nature ou autres, qui auront trouvé dans le paragraphe 1 de l'article 11 l'occasion de chercher à se faire indemniser d'un

préjudice qu'ils se doivent à eux-mêmes ou qu'ils n'ont pas subi du tout ; justice sera faite, c'est entendu, mais les banquiers sérieux ont autre chose à faire que de se défendre contre des attaques mal fondées ou abusives.

En résumé, nous voyons que le projet de 1912, tout en perfectionnant la loi de 1907, n'exerce pas son action sur tous les moyens de pénétration ouverte des valeurs mobilières étrangères en France. Il concerne seulement certaines opérations qu'il qualifie et il ne les astreint à une réglementation que lorsqu'elles sont précédées ou accompagnées d'une publicité dont il énumère les modes. Il a donc simplement pour but de protéger l'épargne par l'organisation d'une certaine publicité et, en fait, comme il ne s'occupe pas de la presse financière, son objectif véritable est la réglementation des mesures de publicité qui doivent être observées par les émetteurs, exposants, metteurs en vente, introducteurs sur le marché en France.

L'effort nouveau qui est tenté en considération de l'épargne est tourné contre les émetteurs ; c'est bien ce qu'il fallait attendre d'un projet né de circonstances spéciales où, à la faveur de scandales retentissants, il a paru que c'était à l'égard de ces émetteurs qu'il convenait de sévir. La loi de 1907 s'étant montrée inopérante, on a conclu que c'est en la corrigeant aussi méticuleusement que possible et

en imprégnant les corrections d'une extrême sévérité contre les émetteurs, qu'on arriverait à mettre le public à l'abri des exploitations.

On a abouti à des réformes excellentes ; il était en même temps fatal que l'épargne aurait à se trouver contrariée en plusieurs points par des mesures nouvelles dont son intérêt n'a pas été le guide exclusif.

CHAPITRE IV

L'ASSOCIATION NATIONALE DES PORTEURS FRANÇAIS DE VALEURS ÉTRANGÈRES (1)

L'Association Nationale des porteurs français de valeurs étrangères a été constituée, le 24 décembre 1898, par la Chambre syndicale des agents de change de Paris, sur la demande du ministre des Finances, avec l'objet principal de faciliter aux porteurs de valeurs étrangères négociées en France la défense de leurs intérêts compromis.

Il ne s'agit pas, en vérité, d'un organe de protection contre les émissions en France, mais d'un agent de défense lorsque le paiement des coupons d'un titre étranger négocié sur le marché français se trouve suspendu ou lorsque les droits des porteurs se trouvent gravement menacés.

A raison même des éléments qui ont présidé à sa

1. Voir les développements de M. Louis Guillaume, *op. cit.*, p. 191 et s. — M. Émile Becqué, *op. cit.*, p. 105 et s. — Georges Guichard, *op. cit.*, p. 66 et s.

fondation, l'Association dispose de tout l'appui dont elle peut avoir besoin de la part du gouvernement pour mener à bien les tâches qu'elle entreprend.

Il suffit de lire les annuaires qu'elle publie pour apprécier l'œuvre importante qu'elle a déjà accomplie, quoiqu'elle n'ait encore qu'une quinzaine d'années d'existence. Elle arrive, soit par elle-même, soit par le moyen plus fréquent de comités de défense qu'elle organise, à sauvegarder de façon appréciable les intérêts des porteurs français; elle peut aussi, en certaines circonstances, faire de l'opposition à de nouvelles émissions en France incompatibles avec les droits qu'elle est en train de défendre: ses observations peuvent contribuer à un refus d'admission à la cote officielle, peut-être aussi à la cote en banque: c'est par cette extension normale de son rôle qu'elle est appelée parfois non plus seulement à défendre, mais à protéger.

A un titre secondaire, l'Association Nationale s'efforce de procurer au public, ou plutôt à ses membres adhérents, une documentation aussi complète que possible sur les valeurs étrangères en général ou, plus particulièrement, sur certaines valeurs dont elle s'occupe. De plus, les annuaires qu'elle publie contiennent une longue série d'indications fort instructives, notamment sur la situation financière des États étrangers.

L'Association s'applique, enfin, dans l'intérêt

général, à améliorer la situation de tous les porteurs français de titres étrangers en cherchant à les faire bénéficier, en cas de perte, vol ou destruction de titres, d'avantages analogues à ceux qui découlent, pour les propriétaires de titres français, de la loi du 15 juin 1872, modifiée par celle du 8 février 1902 et complétée par celle du 22 février 1912.

Ainsi se déploie dans plusieurs directions l'activité de cette institution dont l'utilité s'affirme chaque jour davantage.

On peut prévoir que la défense efficace des porteurs de fonds d'État sera pour elle de plus en plus laborieuse et délicate au fur et à mesure que les gouvernements associeront plus intimement notre épargne à leur politique extérieure, mais en ce qui concerne les titres de sociétés étrangères, elle restera beaucoup plus libre d'agir au plus grand bien des porteurs.

En applaudissant comme il convient aux excellents résultats acquis et à ceux qui ne manqueront pas de suivre, il faut néanmoins remarquer que l'intervention de l'Association, en cas d'infortune, ne se produit pas automatiquement.

L'Association Nationale doit être sollicitée par les intéressés et, ensuite, elle apprécie si les circonstances justifient suffisamment sa mise en mouvement. Elle risquerait, sans aucun doute, de se compromettre, d'aller à des insuccès déplorables pour son

prestige en s'emparant spontanément d'une affaire ; on ne peut, par conséquent, lui en vouloir d'attendre que les porteurs sentent leurs intérêts tellement compromis qu'ils viennent solliciter son concours.

De même, elle ne saurait, une fois sollicitée, se décider à agir qu'avec l'assurance, d'une part, qu'elle groupera des porteurs représentant des capitaux assez forts pour que son action ait bien le poids voulu et, d'autre part, que les appuis officiels dont elle aura besoin ne lui seront pas refusés.

L'Association Nationale s'avance donc avec beaucoup de ménagements ; elle a toutes raisons de le faire, mais l'épargne doit regretter de ne pas pouvoir compter plus entièrement sur elle en cas de déboires, et les effets de ses diverses interventions ne peuvent qu'accentuer ce regret.

CHAPITRE V

RÉSUMÉ ET CRITIQUE GÉNÉRALE DE LA RÉGLEMENTATION ACTUELLE

Pour résumer l'étude que nous venons de faire de la réglementation actuelle et des modifications proposées, nous pouvons dire qu'il n'existe, à proprement parler, aucun mode de protection générale de l'épargne contre les émissions de valeurs mobilières étrangères en France.

L'assujettissement des fonds d'État étrangers au paiement de la taxe de 2 o/o n'intéresse que le Trésor; sa seule conséquence peut être un relèvement correspondant du taux d'émission, de sorte que c'est l'épargne qui tendra, en général, à faire les frais de cette taxe. Pour les sociétés étrangères, au contraire, l'examen contentieux du dossier sommaire d'abonnement par l'administration de l'enregistrement, la nécessité pour ces sociétés de trouver un représentant responsable sont, nous l'avons vu, un

commencement d'obstacle contre l'invasion des titres sans valeur juridique ou complètement viciés.

Les publications légales sont la seconde filière par laquelle doivent passer les valeurs étrangères émises en France avant d'entrer dans les portefeuilles ; nous avons dit qu'il ne s'agissait pas non plus ici d'une barrière à franchir actuellement pour toutes les valeurs, certains placements pouvant, de plus, échapper à la loi.

Les admissions à la cote sont, pour la protection de l'épargne, des retranchements solides surtout avec le cote officielle, mais de second plan seulement et d'une sphère essentiellement réduite.

Si, de toute cette organisation, l'on rapproche l'ensemble des moyens par lesquels les capitalistes s'approvisionnent de titres étrangers en France, il apparaît immédiatement qu'un seul de ces moyens a été pris en considération : l'émission ou l'introduction en bourse. Rien n'a été fait pour défendre l'épargne, pour la mettre en garde lorsque, des valeurs étant déjà cotées, elle est invitée d'une manière ou d'une autre à en acheter.

Il est exact que c'est au moment des émissions que le public français opère, pour la plus grande part, ses placements étrangers ; cette raison n'est pas suffisante pour que les placements par voie d'achats en bourse soient restés absents de la pensée de ceux qui plaident pour la défense des capitaux nationaux.

Les actions d'une société étrangère apparaissent à une cote. Une certaine animation se produit sur le marché à cette occasion ; l'introduction se fait ; elle est faite. Le temps passe ; la situation de la société se modifie, elle s'altère ; des groupes étrangers veulent se défaire à bon compte des titres qu'ils avaient ; l'animation du début reprend sur le marché français ; une publicité méthodique s'organise dans les journaux qui, sous l'aspect de communiqués habiles, attirent l'attention, excitent à l'achat. Les naïfs s'y laissent prendre et il ne faut plus longtemps pour qu'ils s'aperçoivent qu'ils ont été abusés.

Ici, il n'y a plus d'émetteurs, pas plus d'introducteurs, de metteurs en vente : il n'y a même pas d'offrants ou plutôt si, c'est un marché étranger qui offre. Les techniciens diront que l'arbitrage donne sur notre marché : on dirait plus franchement qu'il y a sauve-qui-peut du portefeuille étranger au détriment du nôtre.

Pour des obligations, un état de choses analogue peut parfaitement se produire aussi ; d'ailleurs, il arrive parfois que le système de la loi de 1907 et du projet de 1912 perde beaucoup de sa force quand il s'agit d'introduction en bourse.

Une émission appuyée sur une cote réussit généralement en assez peu de temps pour que les titres achetés par le public correspondent bien à l'affi-

chage que constituent les publications légales, mais si, par suite de circonstances défavorables, les placements en bourse sont lents, durent plusieurs mois, le public qui continuera à être attiré sur la valeur cotée par les journaux ou autrement pourra très bien, à un moment donné, ne plus acheter un titre muni exactement des mêmes garanties, représentant la même quote-part d'actif que ce qui était indiqué par la notice.

Ceci nous amène à signaler le grand défaut du régime actuel des publications légales et du projet de 1912 qui est de ne veiller à une protection, théorique ou effective, de l'épargne qu'au moment où celle-ci commence à être sollicitée. Il semblerait qu'il ait paru suffisant de mettre en garde les souscripteurs ou les acheteurs d'origine pour que les intérêts du public qui économise soient sauvegardés : c'est, certes, bien agir que de chercher à faire écarter les mauvais titres, mais c'est véritablement témoigner d'un désintéressement excessif que de laisser les porteurs de titres livrés entièrement à eux-mêmes pour l'avenir.

Après avoir trouvé dans la notice insérée au bulletin une abondance de renseignements qu'il ne demandait peut-être pas aussi touffue, le souscripteur se trouve ensuite plongé dans l'ignorance de ce que devient son argent ; il ne peut même pas avoir la pensée que ses intérêts ont été pris en main. Il

était intéressant aux yeux du législateur quand il souscrivait ; il ne l'est plus du tout après et pourtant sa situation est restée aussi digne d'attention.

Grâce à d'heureuses initiatives que nous avons signalées, des annuaires très intéressants paraissent en assez grand nombre : ils n'ont malheureusement pas assez de lecteurs et il en est de même des trop rares chroniques ou des journaux financiers sérieux auxquels on peut donner sans restriction le qualificatif d'informateurs désintéressés.

Nous avons également mis en évidence l'excellente inspiration qui a conduit la Chambre syndicale des agents de change de Paris à penser à l'avenir des titres de sociétés étrangères inscrits à sa cote, en demandant la nomination de Français, ordinairement deux, comme administrateurs. En dépit de son côté faible que nous avons signalé, cette politique est extrêmement opportune ; elle n'est malheureusement adoptée que par la Chambre syndicale des agents de change et laisse, par conséquent, de côté toutes les sociétés étrangères dont les titres sont cotés en coulisse ou qui ne sont pas cotés du tout.

En définitive, peu ou pas de renseignements sur le sort de ses capitaux ; personne, à de rares exceptions près, pour grouper et défendre ses intérêts, telle est la situation que les pouvoirs publics ont laissée à notre épargne en matière de titres étrangers.

Pour s'expliquer comment il a pu en être ainsi, il

faut imaginer que le législateur de 1907 et les auteurs du projet de 1912 ont confiance que l'organisation, la mise au point de la publicité préalable aboutiront à l'éducation financière des masses et qu'elles concourront grandement par là à éliminer de nos placements les titres de mauvaise classe. Nous aurons à discuter plus loin la valeur de cette théorie : contentons-nous de dire ici que, jusqu'à présent du moins, les résultats n'ont guère été favorables.

Les porteurs de titres étrangers ont bien la ressource de s'informer auprès des émetteurs, mais, ou bien ceux-ci ont disparu ou bien, si la valeur émise est en mauvaise posture, les réponses fournies sont énigmatiques, parce que ceux qui les donnent sont gênés, n'osent pas dire clairement ce qu'ils savent ou ne savent à peu près rien eux-mêmes. Les porteurs en sont réduits à attendre les échéances de coupons pour mesurer l'étendue de leurs mécomptes.

Lorsque leur situation est devenue tout à fait misérable, quand leurs intérêts sont compromis, tellement compromis quelquefois que le mal a fini son œuvre, ils peuvent alors seulement et encore à la condition qu'ils soient en nombre suffisant et qu'ils aient songé à demander secours, recevoir l'appui de l'Association Nationale des porteurs français de valeurs étrangères.

Indépendamment des faiblesses de chacun des rouages en fonction ou proposés, il y a là une lacune

importante dont notre épargne nationale souffre beaucoup. Dans la dernière partie de notre étude, nous allons tenter de dégager comment il nous paraîtrait possible de remédier grandement à tous ces défauts, c'est-à-dire de réduire sensiblement les risques assumés présentement par notre épargne du chef de ses placements étrangers.

TROISIÈME PARTIE

Propositions en vue d'une défense plus effective
de l'épargne contre l'émission et le commerce
en France des valeurs mobilières étrangères.

CHAPITRE PREMIER

COMMENT PROTÉGER L'ÉPARGNE AU MOMENT
OU ELLE EST SOLLICITÉE

I. — MESURES A PRENDRE CONTRE LES ÉMETTEURS: DE VALEURS MOBILIÈRES ÉTRANGÈRES

Nous avons eu l'occasion d'indiquer dans quelles conditions la masse des petits qui épargnent se trouvait pressée de tous côtés par ceux qui ont fait métier de place des valeurs mobilières ; nous avons fait ressortir comment la concurrence qui est née du bénéfice de la commission de placement, avait pour conséquence de perfectionner, de rendre plus agissants les moyens de faire absorber des titres.

Sollicitée de si près, l'épargne est-elle armée pour se défendre ? Le temps est loin où les petites gens pouvaient, avant de souscrire, demander conseil à des amis ou au notaire du pays, cet ancien gérant des fortunes ; le nombre des valeurs est si considérable, les titres de sociétés ou d'États lointains se sont tellement multipliés que les avis à recevoir ne pourraient plus être éclairés. Les banquiers eux-mêmes seraient bien en peine de répondre à beaucoup des demandes de renseignements ; et puis, la concurrence du placement ne doit-elle pas se traduire par la critique intéressée des titres offerts par le voisin ?

Il faut avouer que la masse est ainsi désavantageusement placée, c'est-à-dire que l'action des émetteurs, par la confiance personnelle qu'ils inspirent ou par la persuasion qu'ils exercent a un rôle capital dans la détermination des placements.

Les auteurs du projet de 1912 ont bien apprécié telle qu'elle est cette puissance des émetteurs ; ils en ont même fait, beaucoup plus que l'intérêt exclusif de l'épargne, l'inspirateur de leurs propositions.

Pour l'enrayer, dans l'espoir même de l'annihiler, ils ont jugé qu'il fallait donner un très vaste développement à la publicité préalable, réaliser l'éducation financière des foules et mettre, grâce à elle, les petits, « l'épargne populaire », en état de se défendre « même contre leur propre imprudence ».

C'est avec une grande réserve qu'il faut accueillir de telles espérances et, du même coup, une loi qui les prend comme base. L'expérience de la loi de 1907 montre bien tout ce que l'on peut attendre de l'éducation financière des masses.

Certainement, les insuffisances de la notice de 1907 sont redevables pour beaucoup de l'inefficacité de la réglementation actuelle, mais la persistance des abus ne tient-elle pas à d'autres causes ?

Demander à un campagnard ou même à un modeste citadin de lire une notice, quant il sait lire, et prétendre ensuite qu'après cette lecture il saura exactement s'il doit ou non souscrire, c'est bien audacieux ; il est même d'une cruelle ironie de lui offrir à lire des pages d'une compréhension laborieuse et de déclarer, lorsqu'il aura de nouveau égaré ses économies, qu'on lui avait pourtant permis de se former un jugement éclairé, lui qui a tout juste reçu une instruction rudimentaire. A développer ce thème, on pourrait ajouter qu'allonger les textes des publications est accentuer étrangement l'ironie.

Ce que l'on peut espérer présentement, mais non affirmer, c'est que les capitalistes de moyenne classe pourront profiter quelque peu de la documentation résultant de la notice développée. Quant aux capitalistes importants, connaissant de près les affaires, ils continueront à ne pas s'occuper beaucoup des publications légales, parce qu'ils savent trop bien

qu'elles ne prouvent pas grand'chose et que, pour les sociétés en particulier, elles font apparaître seulement la structure des affaires, ce qui est tout à fait insuffisant comme élément d'appréciation en vue d'une mise de fonds logique.

Si l'idée de l'éducation financière du public est très attrayante en théorie, on voit que sa mise en pratique laisse énormément à désirer. Il ne faudrait pas conclure pour cela qu'elle est à rejeter ; au contraire, notre épargne nationale est si digne d'attention que les simples possibilités de la mettre en garde doivent être utilisées sans exception. Il est possible qu'avec le temps, le public français tende à sortir progressivement de l'inertie extraordinaire dont il fait preuve quand il doit songer au placement d'économies accumulées avec tant de persévérance et qu'il en vienne à se faire un peu lui-même le juge avisé de ses emplois de fonds ; cette seule considération oblige à approuver le renforcement de la publicité préalable.

Le projet de 1912 oppose en résumé à la puissance des émetteurs un tempérament, actuellement sans effet, susceptible seulement d'en avoir dans l'avenir.

Pour marquer ensuite toute sa mauvaise humeur contre les émetteurs, le projet tisse un réseau très serré de pénalités et de responsabilités que nous avons examiné, mais, en définitive, avec la réglementation actuelle comme avec celle qui est pro-

posée, le régime reste pour les émetteurs celui d'une liberté complète, c'est-à-dire que quiconque a le droit, sous la réserve de l'accomplissement de certaines formalités, d'émettre en France des valeurs mobilières étrangères.

Ainsi donc, anciennes maisons de banque et établissements de crédit, institutions plus récentes mais non moins respectables, banquiers de la dernière heure sans passé aucun, banquiers ou plutôt financiers d'occasion, tous peuvent, au même degré, obtenir, sous le titre d'émetteur, le laisser-passer qui résulte des publications légales, pour déclencher toute la mise en mouvement qui leur permettra d'écouler leurs titres.

Que l'émetteur soit une société ou un particulier, qu'il ait la plus parfaite honorabilité ou qu'il n'en ait aucune, qu'il ait ou non les moyens voulus pour ausculter en tous sens, et comme il convient, les titres à émettre, qu'il soit obligé de soigner une clientèle en lui évitant des mécomptes, qu'il n'ait au contraire que l'intention de tirer un profit et de disparaître ensuite, peu importe ; il est complètement libre de prélever sur l'épargne sans aucune limitation de somme.

La seule restriction apportée par la loi de 1907 au droit d'émission est que les émetteurs doivent être domiciliés en France ; c'est bien peu, car on ne saisit pas très bien l'utilité d'une semblable mesure. Les

sociétés étrangères à éviter ne peuvent pas être elles-mêmes les propres émettrices en France de leurs titres ; il semble qu'en fin de compte elles ne peuvent pas se trouver gênées d'avoir à utiliser des hommes de paille, mandataires ou intermédiaires domiciliés provisoirement en France, qui supporteront les responsabilités morales et matérielles des émissions avec le calme de l'insouciance et de l'insolvabilité calculée.

Le projet de 1912 ne modifiant en rien sur ce point la loi de 1907, la nécessité pour les sociétés étrangères de trouver un représentant responsable reste la seule atteinte donnée à la faculté d'émission.

Cette liberté absolue de l'émetteur est-elle admissible ? L'affirmer, ne serait-ce pas prétendre qu'un individu quelconque, sans la moindre surface, d'antécédents médiocres ou pires, puisse avoir intact le droit de mettre habilement à contribution l'épargne pour des sommes illimitées ? Sans doute, il est osé de s'attaquer aux principes de liberté, mais ici la situation est bien particulière. Il est indispensable, pour l'apprécier, de se représenter, d'une part, les moyens de pression exercés sur le public par ceux précisément qui, n'ayant aucune notoriété, sont obligés de déployer une activité persuasive d'autant plus grande et, d'autre part, notre épargne nationale, avec ses besoins de placement, avec sa naïveté légendaire et réelle si facile à abuser.

Il est impossible de devoir considérer comme une conséquence évidemment, fâcheuse, mais inéluctable des placements étrangers, le fait qu'un inconnu d'hier se trouve brusquement enrichi aujourd'hui, alors que son seul travail a consisté à détourner à son profit une partie de ce qu'il a fait souscrire.

Et d'ailleurs, à quoi bon édicter des amendes, organiser des responsabilités si l'on ne se préoccupe pas de voir comment toute cette répression aboutira ? Les émetteurs sérieux, capables de supporter les conséquences des responsabilités, feront face à celles qu'ils auront encourues lorsqu'ils se seront égarés ; nous avons seulement vu qu'ils auront probablement préférence à s'abstenir de nouvelles opérations plutôt que de courir des risques dont ils aperçoivent trop bien l'étendue pour vouloir les assumer. Les autres émetteurs, au contraire, ne s'arrêteront pas longtemps devant des menaces de pénalités ; quant aux responsabilités, ils ne s'en soucient guère parce qu'elles ne pourront pas souvent les toucher.

C'est faire réellement trop d'honneur à des individus tarés, émetteurs d'occasion, que de les décréter responsables éventuellement de millions, de dizaines de millions même ; c'est fort bien agir que de fournir des responsables aux capitalistes abusés, mais encore faut-il s'assurer que ces responsables pourront répondre.

Que l'on accorde aux aventuriers, pour le paiement

d'amendes, le même crédit qu'aux autres, l'épargne n'y voit pas d'objection, parce que cela ne l'intéresse pas, mais elle doit protester lorsqu'une même confusion est faite pour la réparation du préjudice qui peut lui être causé.

Nous en arrivons, dans ces conditions, à penser que si le législateur peut, le plus souvent, s'en tenir aux principes de liberté avec atténuation par un régime répressif, il doit s'en écarter, sous peine de ne pas aboutir, lorsqu'il veut sincèrement protéger le public contre les émetteurs.

L'étendue du mal qui peut être causé, la sympathie qui est due à ceux qui économisent, le devoir des pouvoirs publics de veiller à la conservation de la richesse nationale accumulée, le besoin pour le Trésor de voir sauvegardée et grandissante sa matière imposable, tout milite en faveur de mesures directes contre les émetteurs, d'une restriction à la liberté du droit d'émettre.

Pour entrevoir dans quel sens une pareille restriction pourrait être apportée, il suffit de parcourir les bulletins annexes ou d'annonces légales obligatoires et de regarder comment, suivant les signatures des notices, se sont comportées les valeurs étrangères émises.

Il y a des signataires de tout genre : des sociétés étrangères avec la simple griffe du Conseil d'administration (ce qui est irrégulier), un particulier quel-

conque intitulé quelquefois mandataire, administrateur ou le plus souvent n'ayant aucun titre, des individus se qualifiant de banquiers, puis, des maisons inconnues, enfin, des maisons notables, des banquiers réputés, des sociétés de banque, des établissements de crédit.

En suivant le sort des titres introduits, on constate sans peine que c'est avec les premiers de cette liste d'émetteurs que les abus ou les mécomptes se sont régulièrement produits ; avec les derniers, si la suite a été parfois malheureuse, il y a eu, le plus souvent, opération fructueuse pour l'épargne. Ceci est tellement vrai qu'un capitaliste ferait rarement fausse route en guidant ses placements, au moment d'une émission, par la valeur du signataire de la notice. Les publications légales ne touchent que les titres de sociétés étrangères, il est vrai ; rien ne permet cependant de penser que pour les autres valeurs étrangères, les constatations ne seraient pas identiques.

Ce sont bien, par conséquent, ces émetteurs de fortune, incapables de répondre, qui sont les auteurs d'à peu près tout le mal dont souffre l'épargne ; leurs agissements, en eux-mêmes et parce qu'ils échappaient à une sanction satisfaisante, ont indigné tout le monde. Comme ils s'occupaient de valeurs mobilières, on les a appelés banquiers et l'indignation publique s'est généralisée sans distinguer si les mal-

versateurs étaient bien des banquiers ou des pseudo-banquiers. Le gouvernement, pour répondre à la question posée par la Chambre des députés, dans la séance du 29 mars 1912, avait à « étudier et à proposer les mesures de nature à protéger contre la fraude l'épargne publique » ; il a déposé un projet de renforcement de la publicité préalable ; il aurait dû attaquer plus franchement les émetteurs en proposant leur sélectionnement.

De quelque côté qu'on retourne la question, c'est, en effet, à la sélection des émetteurs qu'on doit en venir si l'on veut agir efficacement dans l'intérêt de l'épargne.

A la faveur du prestige ou de la persuasion exercée, la personnalité de l'émetteur compte pour beaucoup dans le placement des titres ; sa surface est ensuite de première importance quand il faut parler de responsabilités. Cette double considération doit être la base d'appréciation des conditions à remplir par ceux qui, seuls, pourront émettre des titres étrangers.

L'émetteur doit être connu ou facile à connaître, car on a besoin de bien savoir par qui est présenté le titre. En même temps, il est indispensable qu'il ne soit pas d'occasion, éphémère ; qu'il ait une surface visible et durable.

Avant d'indiquer comment il nous paraîtrait possible d'obtenir ces diverses qualités, nous devons

spécifier qu'à notre sens, l'émetteur devrait être nécessairement banquier, c'est-à-dire pratiquant d'une façon normale et non occasionnelle le commerce de banque. Pour s'occuper sainement d'émissions, il faut en avoir la pratique et posséder une série de notions indispensables non seulement pour procurer à une clientèle ou au public de bons emplois de fonds, mais pour assurer également un placement convenable, c'est-à-dire un classement des titres.

Réserver aux véritables banquiers le droit d'émission des valeurs mobilières étrangères ne constitue pas une grande sauvegarde ; c'est cependant éliminer déjà divers signataires de notices dont l'apparition ne pouvait guère être interprétée qu'avec méfiance.

Pour que le banquier émetteur soit connu ou facile à connaître, et qu'il offre une surface réelle, susceptible d'être évaluée et durable, on doit dire qu'il ne devra pas être un individu.

Les banquiers particuliers offrant toutes garanties ne sont pas très rares, mais leur situation véritable est inconnue et ils peuvent disparaître facilement. Il convient donc de s'en tenir à la société ayant comme objet social le commerce de banque ; pourtant, ici encore, un choix s'impose ; les sociétés en nom collectif et les sociétés en commandite simple sont à écarter parce que leur marche reste impénétrable, parce qu'elles n'offrent pas les conditions de durabilité désirables.

L'émetteur devrait donc être une société par actions et, cela va sans dire, régie par la loi française; il serait ainsi possible de le connaître avec une certaine précision par la situation de ses affaires, d'en peser exactement l'honorabilité par sa gestion passée, par ses dirigeants.

Pour éviter le procédé suspect qui consisterait à créer, à l'occasion d'une émission et pour une très courte durée, une société par actions devant servir d'émetteur, il conviendrait d'ajouter que la société par actions devrait exister depuis trois ans au moins avant l'émission et avoir au moins trois ans encore à vivre après.

Afin que l'émetteur ait réellement une surface compatible avec les responsabilités à encourir, il serait à propos de stipuler que le capital versé de la société ne devrait pas être inférieur à une somme relativement importante, 5 millions de francs par exemple.

Telles seraient, à notre avis, les conditions à remplir pour bénéficier de la liberté d'émission des titres étrangers. Des banquiers particuliers, des maisons de banque de premier ordre se trouveraient mises à l'écart; le traitement qui leur serait fait serait injuste, mais constituerait le sacrifice nécessaire pour éliminer les exploiters qui, en couvrant d'opprobre le titre de banquier qu'ils se sont attribué, ont terni l'éclat de la profession que les banques privées avaient

contribué à élever si haut. Et puis, l'injustice ne serait pas si grande dans son application, si l'on veut bien observer que ces grandes maisons ont fait pour ainsi dire abandon complet de la qualité d'émetteur signataire de notice, lorsqu'elles l'avaient prise.

Une fois établi, sur les bases que nous envisageons, le principe de sélection des émetteurs, les choses changent tout à fait d'aspect.

On connaît l'émetteur, on peut en retrouver facilement les antécédents ; s'il n'a pas de prestige, il usera de persuasion et s'il a abusé, il réparera le préjudice causé, sinon en totalité, tout au moins en bonne partie. Le système répressif prend ici de la force ; l'épargne ne sera pas complètement à l'abri de mauvaises intentions, mais il est impossible de ne pas reconnaître que les attaques frauduleuses dirigées contre elle seront infiniment moins fréquentes.

Les conditions restrictives auxquelles nous nous sommes arrêtés ne sont pas telles qu'elles monopolisent, au profit d'un petit nombre, le droit d'émettre des valeurs mobilières étrangères en France, car les sociétés par actions s'occupant de banque, ayant un capital versé important, sont nombreuses dans notre pays.

L'attribution exclusive à ces sociétés du droit d'introduire des titres étrangers, aura pour effet de placer l'émission en des mains plus fortes, par conséquent, de la réserver à des maisons disposant au

moins partiellement de moyens d'étude, de relations, de connaissances techniques, de capacité de placement sérieux, toutes choses fort utiles en matière d'émission.

Une des conséquences les plus intéressantes du triage des émetteurs, c'est que la facilité d'émission peut être rétablie aussi largement que possible. Sentant bien la faiblesse de leur système, les auteurs du projet de 1912 ont exagéré, comme nous l'avons vu, les pénalités et les responsabilités ; la répression leur a paru ne pouvoir être efficace qu'en devenant si lourde, si acharnée qu'elle fit peur et devint préventive. Nous avons dit que seuls les émetteurs honnêtes seraient effrayés et qu'ils le seraient tellement que l'épargne aurait à s'en plaindre.

Si l'émetteur peut répondre, si les mauvais sont éliminés ou s'ils peuvent être éventés, il devient inutile de frapper si fort. En s'adoucissant, le projet de 1912 peut devenir excellent ; il est d'ailleurs intéressant de regarder rapidement comment il pourrait être utilisé.

II. — MISE AU POINT DE LA PUBLICITÉ LÉGALE DES ÉMISSIONS

Sauf pour les titres d'emprunts d'États étrangers souverains, la notice proposée sera très développée ; c'est par un détail minutieux des énonciations qu'on

a pensé mettre le public à même de juger et de se défendre.

Pour assurer la valeur des publications, on a demandé à l'émetteur de certifier les textes ainsi que, le cas échéant, la traduction des statuts et, dans l'espoir d'écarter ceux qui pourraient donner frauduleusement cette certification, on a frappé d'amende toute omission et toute erreur (si l'on s'en rapporte aux précisions de l'exposé des motifs).

Les précautions prises, la vigueur dans la répression, valent surtout parce qu'elles visent les émetteurs d'occasion auxquels on n'a pas osé toucher, mais maintenant que nous avons fait une sérieuse élimination, nous pouvons nous dégager aisément de la préoccupation de sévérité qui a tellement animé les auteurs du projet qu'elle les a un peu égarés.

Nous avons vu que c'était demander l'impossible aux émetteurs consciencieux que d'exiger d'eux la certification de textes dont ils ne peuvent pas, le plus souvent, vérifier la source autant qu'il leur est nécessaire pour qu'ils consentent à s'engager.

Il est bon de se demander, en outre, si cette certification n'aurait pas, aux yeux du public, l'aspect d'une garantie plus que morale de la valeur du titre offert ; si cela pouvait être tant soit peu, la loi dépasserait son but, elle deviendrait même dangereuse pour l'épargne.

Enfin la certification sera-t-elle réellement d'une

importance nouvelle dans la détermination des responsabilités civiles, dans l'appréciation du préjudice causé ?

Il semble bien que sa suppression soulagera, sans inconvénient, d'un poids considérable ceux que l'exigence de la loi aurait d'autant plus détournés de faire toute émission que le recours à exercer par eux contre ceux qui les auraient mal renseignés est véritablement illusoire.

On pourrait, à première vue, admettre que les émetteurs certifient plutôt que la notice est conforme aux documents à eux fournis, mais, pour les dispenser d'une certification aussi mesquine et, en même temps, pour établir infailliblement la conformité entre la notice et les documents, il n'y avait qu'à prévoir une organisation appropriée. Quant à la traduction des statuts des sociétés étrangères, il est anormal d'exiger des banquiers la garantie de sa sincérité.

En somme, ce que veut le projet, c'est procurer au public des textes exacts. Il entend y arriver en obligeant l'émetteur à les certifier sincères : il s'appuie donc sur l'émetteur, c'est-à-dire sur celui qu'il redoute tant. On aurait agi plus logiquement, nous semble-t-il, en s'assurant par des voies neutres de l'authenticité et de la valeur des textes.

Dun autre côté, nous voyons que les auteurs du projet se soucient beaucoup de l'omission d'une quelconque des énonciations prescrites ; afin d'avoir leur

apaisement, ils se sont tournés, encore cette fois, vers l'émetteur en le menaçant terriblement. Il faut avouer, pourtant, qu'il eût été plus rationnel de chercher directement à prévenir les omissions, en instituant un examen préalable de la notice à insérer.

Cette question nous amène à présenter le système qui nous paraît devoir aplanir une série de difficultés mises en relief par le projet de 1912.

Partant du principe que les émetteurs sont mal placés à tous points de vue pour certifier des textes en foi desquels l'épargne s'engagera et que l'omission d'un texte est chose à éviter plutôt qu'à punir, nous considérons qu'il y aurait lieu de demander aux émetteurs le dépôt entre des mains à désigner de la notice originale accompagnée des documents (avec traductions) qui ont servi à sa rédaction.

Les traductions seraient faites par des spécialistes existant déjà ou à nommer.

Les documents ayant un caractère officiel et légal devraient être accompagnés d'une certification, par l'autorité consulaire du pays d'origine établie en France, qu'ils sont conformes aux lois et usages de ce pays. Puisque la notice mentionne la législation en vigueur, il est bien naturel que l'on songe à savoir si cette législation ou si les usages locaux ne sont pas violés ; les consulats sont autrement indiqués que les émetteurs pour l'affirmer.

Les documents d'ordre privé concernant les

sociétés étrangères, tels que les bilans, ne feraient pas non plus l'objet d'une attestation de sincérité par les émetteurs qui, du reste, n'auraient qu'à signer simplement la notice, comme actuellement, mais en faisant suivre leur signature de leur qualité et domicile. Les émetteurs ne pourraient, raisonnablement, se résoudre à certifier la sincérité d'un bilan qu'ils sont dans l'impossibilité de vérifier ; il est même assez curieux d'avoir songé à le leur demander.

Nous disons que la notice devrait être signée par les émetteurs ; il serait également logique que, pour le cas d'une société étrangère, elle portât la signature de celle-ci. On songe à faire l'éducation financière des foules, nous l'avons vu ; il nous semble que ce qu'il faut, dans cette louable intention, enseigner aux masses, ce n'est pas tant la valeur des émetteurs mesurée par l'avenir des titres placés par eux que celle de la signature d'une société étrangère, d'un pays étranger. Il est nécessaire que le public voie bien que l'émetteur n'est pas seul en face de lui et qu'il y a surtout un étranger, avec les risques qu'il comporte, qui sollicite son argent ; la signature de la société étrangère est, à ce point de vue, indispensable.

Il faut ajouter aux documents que les émetteurs devraient déposer les autorisations écrites des personnes ou des collectivités dont le nom serait mentionné dans les publications. Le projet de 1912 est

allé loin en généralisant l'obligation de l'autorisation écrite ; une limitation à certaines catégories de noms paraît très souhaitable. En tout cas, il nous semble beaucoup plus normal de déposer les autorisations écrites que de les reproduire dans les textes, leur publication devant donner lieu à trop d'interprétations erronées, de la part de la masse, sur leur signification exacte.

Tout le volumineux dossier joint à la notice devrait donc être remis pour faire l'objet d'un examen avant que la notice fût officiellement publiée. Il est bien évident qu'il ne s'agirait que d'un examen contentieux ; on verrait d'abord si la notice répond convenablement aux prescriptions de la loi ; ensuite, si les documents qui l'accompagnent sont bien au complet ; enfin, si les certifications et autorisations requises sont bien données. On collationnerait le tout et on passerait directement la notice à l'impression, sans la rendre à l'émetteur, tandis qu'on conserverait toutes les pièces du dossier.

Ce dépouillement, de même nature que celui de l'administration de l'enregistrement pour le dossier d'abonnement au timbre, ne s'en différencierait que parce qu'il porterait sur des documents plus nombreux. Il aurait comme résultat de prévenir les omissions ou plutôt les omissions importantes, celles qui sont susceptibles d'avoir des conséquences si graves

que la répression la plus accentuée ne peut prétendre les réparer.

Il va sans dire que le premier rôle des vérificateurs sera de rechercher si l'émetteur remplit bien les conditions que nous avons adoptées.

Pour que le contrôle ainsi décrit puisse donner satisfaction, il faut qu'il ne puisse donner prise à aucune responsabilité de principe, et qu'il ne risque pas d'être dénaturé par ceux auxquels il est confié.

En ce qui concerne la responsabilité, nous devons préciser qu'il ne s'agirait que d'un rapprochement matériel, d'une part, entre les dispositions de la loi et la notice, d'autre part, entre la notice et les documents. L'exactitude des textes ne ferait l'objet d'aucune recherche ; ce serait, en fait, inutile et mal fondé d'y songer puisque, sans parler des autorisations manuscrites, les documents seraient suivis ou accompagnés, selon leur nature, ou bien de la certification consulaire ou bien de la signature des sociétés qui serait apposée au bas de la notice ainsi que celle des émetteurs.

Quant à l'assurance que l'étude du dossier ne servira pas de prétexte pour arrêter ou ralentir une opération quelconque, il est possible de la trouver en confiant cette étude à ceux-là mêmes qui sont en cause, c'est-à-dire aux émetteurs, aux banquiers.

Nous en venons ici à préciser l'organe qui serait chargé de ce service, en même temps que d'autres

plus importants dont nous parlerons plus loin. Nous pensons qu'il y aurait lieu de créer un bureau spécial, que nous appellerions « Bureau des valeurs mobilières étrangères », dont la haute direction devrait être assumée par des représentants de tous ceux qui sont intéressés aux émissions en France de valeurs étrangères, notamment les banquiers-émetteurs, la Chambre syndicale des agents de change, les syndicats de coulissiers, le gouvernement tant pour son propre compte que pour celui de l'épargne.

Les banquiers devraient, dans une juste mesure, avoir une large place dans cette direction. Le souci du prestige de la corporation les entraînerait à veiller au bon fonctionnement du pointage contentieux de la notice ; leur goût naturel de liberté et de rapidité dans les affaires, la crainte de représailles réciproques serait un excellent garant contre les abus de lenteur ou autres de ce pointage.

Bien naturellement, lorsque l'examen de la notice déposée serait terminé et reconnu satisfaisant, le « Bureau des valeurs mobilières étrangères » ferait lui-même passer le texte à l'imprimeur. On conçoit même parfaitement que le bureau fit paraître lui-même le bulletin contenant les notices ; le *Bulletin d'annonces légales*, dont nous avons relevé le caractère trop officiel malgré son changement de titre, se trouverait avantageusement soulagé de toute sa seconde partie. Le nouveau bulletin pourrait prendre

sans inconvénient le titre de *Bulletin légal des notices d'émission de valeurs étrangères*. Les droits d'insertion devraient aller au profit du bureau ; comme conséquence, l'État n'étant plus intéressé, ils pourraient être réduits à un tarif raisonnable ; d'autre part, ils viendraient s'adjoindre à d'autres recettes à déterminer, pour donner au bureau les moyens de remplir le second rôle si utile pour l'épargne que nous indiquerons ailleurs ; leur perception serait beaucoup plus morale de ce chef.

Ayant esquissé l'institution nouvelle à laquelle nous songeons, en même temps que son fonctionnement à l'occasion de la publication de la notice, il nous reste à voir, sans entrer dans le détail comme nous l'avons déjà fait, ce qu'il serait désormais permis de distraire du projet de 1912.

La sévérité des articles 12 et 13 peut s'adoucir beaucoup.

D'abord, les amendes pour omission peuvent disparaître, car si l'examen contentieux que nous avons proposé en laisse passer, ce seront seulement des détails de texte qui ne pourront guère avoir de conséquences pour l'épargne.

Les amendes pour inexactitudes n'auront de raison d'être que pour les textes laissés de côté par la certification consulaire et même, comme ces textes qui concerneront les sociétés seront signés par celles-ci, on ne voit pas exactement comment se justifierait le

principe d'une amende à l'égard de l'émetteur contre-signataire.

La suppression des amendes découle d'ailleurs normalement de l'intervention d'autres signatures que celle de l'émetteur et du pointage préalable de la notice.

Il est clair que les pénalités les plus fortes continueront à s'imposer pour ceux qui auront offert publiquement, émis, exposé, mis en vente ou introduit sur le marché des titres étrangers sans passer par les formalités des publications légales ; il est également naturel que les agissements frauduleux reçoivent les énergiques sanctions proposées.

Pour ce qui est de la responsabilité civile, l'article 1382 du Code civil l'établit assez substantiellement pour que l'article 13 du projet puisse disparaître en entier.

Nous avons déjà parlé de diverses énonciations que devra contenir la nouvelle notice proposée. Nous avons dit qu'il serait bon d'y ajouter l'indication que la valeur émise est ou n'est pas cotée à l'étranger ; pour le cas de sociétés étrangères, nous avons ajouté qu'il serait opportun de résumer les bénéfices réalisés, les amortissements effectués et les dividendes répartis pendant les trois dernières années, qu'il s'agisse d'actions ou d'obligations émises. Si l'émission ou l'introduction portent seulement sur des actions, l'indication des cours moyens

cotés pendant les trois dernières années serait également assez instructive.

La forme à donner à la notice mérite également quelques observations. D'après le projet de 1912, les statuts feraient partie intégrante de cette notice ; nous croyons qu'il serait utile de maintenir le dispositif actuel. Il est signalé dans l'exposé des motifs du projet que la concision d'une publication est à rechercher ; la notice nouvelle sera déjà suffisamment longue par elle-même pour qu'on en dégage les statuts qui en répètent d'ailleurs bien des énonciations ; on pourrait même, pour faire ressortir nettement la notice dans le bulletin, imprimer les statuts à sa suite en caractères plus petits. La reproduction des publications dans les prospectus et circulaires pourrait se faire avec ce même dispositif.

CHAPITRE II

ORGANISATION DE LA PUBLICITÉ POSTÉRIEURE AUX ÉMISSIONS

Le Bureau des valeurs mobilières étrangères, dont nous imaginons la création, aurait donc la double utilité de contrôler que l'émetteur remplit bien les conditions requises pour lui-même et de contribuer dans une large mesure à l'application de la réglementation de publications légales précédant les émissions.

Ceci n'est cependant que la plus faible part des motifs pour lesquels nous avons songé à son institution.

Nous avons insisté, dans une précédente partie de cette étude, sur ce fait que le législateur ne trouvait l'épargne digne d'intérêt qu'au moment de l'émission et que ce n'était qu'en cas de révélation d'une mauvaise fortune généralement accomplie que les porteurs pouvaient obtenir un appui quasi-officiel, celui de l'Association Nationale des porteurs français de valeurs étrangères.

La publicité légale préalable consiste à mettre sous les yeux des souscripteurs des textes assurément fort intéressants, mais qui, le plus souvent, ne permettent pas de connaître autre chose que la surface du titre émis; après lui avoir fourni un si faible élément d'appréciation pour engager ses ressources, le législateur abandonne l'épargne à elle-même, la laisse sans aucune arme pour défendre ses intérêts. Un désintéressement pareil ne se justifie pas si l'on considère que, par voie très indirecte et sans qu'il apparaisse, le gouvernement peut toujours prêter main forte à la classe si intéressante pour lui de ceux qui économisent. Nous avons pensé qu'en facilitant la fondation d'un Bureau des valeurs mobilières étrangères, il permettait d'améliorer beaucoup la situation des porteurs français de titres étrangers, ce bureau devant exercer son activité, en premier lieu, pour leur procurer d'une façon permanente et satisfaisante, les renseignements qui leur seront nécessaires, en second lieu, pour veiller, comme nous le verrons plus loin, à la défense méthodique de leurs intérêts par l'utilisation appropriée des droits qui sont attachés aux titres qu'ils détiennent.

L'idée n'est pas nouvelle que l'épargne a droit à une publicité plus étendue, sur les valeurs où elle a investi ses fonds, que celle qui lui est actuellement offerte. Au moment où nous écrivons ces lignes, un projet de loi, que nous avons déjà pu citer précé-

demment, vient d'être déposé dans le but de grouper en un seul endroit et de les mettre, par conséquent, plus facilement à la portée de tous, les diverses publications légales faites sur les sociétés anonymes.

La proposition dont il s'agit est née d'une intention extrêmement louable; pourtant, il nous semble bien que, pour les sociétés étrangères, l'épargne gagnera peu à pouvoir, au besoin, retrouver quelque part le texte de la notice parue à l'annexe du *Journal officiel*. En vérité, la situation est trop différente entre les placements français et les placements étrangers pour qu'on use des mêmes méthodes au sujet des uns comme des autres; pour ne parler ici que de la documentation, on doit avouer que la position des porteurs de titres de sociétés anonymes étrangères est beaucoup plus précaire que celle qui est faite aux propriétaires de valeurs françaises. D'autre part, l'ignorance de ce que deviennent leurs capitaux est le mal dont souffrent gravement les porteurs de toutes valeurs étrangères, aussi bien titres de sociétés que fonds d'État ou autres. Pour ces deux raisons, le groupement et la limitation aux sociétés anonymes, qui sont proposés, ne peuvent pas convenir.

États étrangers, sociétés étrangères qui recourent à notre marché sont, pour la plupart, très éloignés de notre pays; les nouvelles qui en parviennent sont espacées et personne ne se soucie réellement de

communiquer à l'épargne celles qui peuvent l'intéresser.

Lorsqu'un titre étranger, action ou obligation, détache régulièrement ses coupons, le porteur français ne s'inquiète pas. Il serait cependant bien aise de savoir autrement que par l'encaissement de revenus ce que devient, financièrement parlant, son emprunteur ou la société dont il est actionnaire.

Si les cours de la valeur fléchissent, si les coupons sont atteints, il s'alarme et veut savoir ce qui se passe. La documentation qui lui est procurée est bien mince.

Quand l'émetteur duquel il tient son titre n'a pas disparu, il s'adresse à lui. Malheureusement, les banques qui sont en mesure de répondre avec précision à toute demande de renseignements sont trop rares et, malgré toutes les organisations perfectionnées qu'elles pourront adopter, elles le seront de plus en plus au fur et à mesure que s'augmentera le nombre des valeurs étrangères émises en France. Quant à s'adresser à une autre banque qu'à l'émetteur, il convient de remarquer que chaque établissement a ses spécialités et connaît mal les valeurs lancées par le voisin. Enfin, la multiplication des rouages des établissements de crédit vaut que les demandes de renseignements obtiennent lentement réponse.

L'Association Nationale des porteurs français de

valeurs étrangères peut renseigner directement celui qui songe à la consulter, mais nous avons signalé que ses communications allaient de préférence à ceux qui en sont membres.

Quant à la presse financière, il ne faut pas compter sur elle; c'est un fait connu que seuls peuvent l'utiliser ceux qui sont assez avertis et expérimentés pour distinguer, devant la publication d'une nouvelle ou d'un document, quels sont les véritables motifs de cette publication, si sincère fût-elle; nous pouvons aussi répéter que les chroniques ou journaux financiers sérieux, les annuaires publiés, tous véritablement utiles à consulter, ont un nombre de lecteurs beaucoup trop restreint.

On déduit de tout ce qui précède qu'en s'efforçant de fournir à notre épargne nationale, d'une façon générale et avec la plus grande facilité possible, tous les renseignements qui peuvent l'instruire, le « Bureau des valeurs mobilières étrangères » répondrait à un grand besoin auquel il n'est satisfait que très imparfaitement.

Mais on peut concevoir un rôle encore plus utile que celui qui consisterait à grouper des documents, des statistiques afin de les laisser consulter sur place ou d'y puiser les éléments nécessaires pour répondre rapidement à des demandes de renseignements. En effet, la regrettable apathie de nos nationaux exige une documentation plus agissante.

En parlant de moyens de défense de l'épargne, M. M. Colin disait : « Quand un enfant côtoie un torrent, c'est un parapet qui l'empêchera d'y tomber, ce n'est pas un écriteau (1). » Dans le même esprit, on peut soutenir qu'il ne suffit pas d'organiser un système d'informations et d'attendre que le public, ignorant son existence, vienne l'utiliser ; il faut le lui signaler, l'approcher de lui.

L'obligation de reproduire la notice sur les circulaires et prospectus a eu pour heureux résultat de mettre sous les yeux du souscripteur les publications légales ; avec la notice modifiée, le souscripteur, détenteur d'un prospectus qui sera venu à lui sans qu'il ait eu besoin de le demander, possédera un exemplaire des statuts. Les auteurs du projet de 1912 ont désiré accentuer le résultat en obligeant l'émetteur à tenir à la disposition des souscripteurs des exemplaires mêmes du *Bulletin d'annonces légales* ; ils ont peut-être proposé là quelque chose d'inutile, puisque les prospectus doivent répéter la notice, mais s'ils ont réellement songé à une pénétration plus complète de l'information, ils ont eu une pensée excellente.

Il faudrait, de même, que le « Bureau des valeurs mobilières étrangères » n'hésitât pas à faire con-

1. M. Maurice Colin, *des Mesures à prendre pour défendre l'épargne dans les sociétés par actions*.

naître son rôle informateur par une manchette, convenablement appropriée, qui serait insérée en tête du *Bulletin légal des notices d'émission de valeurs étrangères*, et surtout à publier dans un second organe qui lui serait propre les nouvelles et les documents concernant les valeurs étrangères, quelles qu'elles soient, qui circulent ouvertement en France.

On objectera à la publication de ce journal qu'il deviendrait suspect ou qu'il entraînerait des responsabilités. L'objection n'est pas sérieuse et doit tomber si les matières à publier et le mode de publication sont assez bien neutralisés.

Nous concevons tout d'abord qu'une première partie du journal devrait être destinée à instruire le public sur les législations étrangères des sociétés et de toutes autres questions ayant trait aux titres quelconques émis en France, à le tenir ensuite au courant des modifications qui y sont apportées. Il est parfait de publier à l'origine, dans le bulletin, des textes officiels ou des statuts, mais il est au moins aussi utile pour les porteurs ou pour de futurs souscripteurs de connaître comment se comportent juridiquement dans les pays intéressés toutes les lois, tous les actes publiés ou mentionnés.

Une seconde partie donnerait fort à propos des renseignements puisés à bonne source sur la situa-

tion financière des villes, États étrangers ayant emprunté en France.

Une troisième partie serait consacrée aux sociétés étrangères ; on y pourrait publier les bilans, rapports, nominations d'administrateurs ou autres nouvelles de caractère absolument neutre, en couvrant la responsabilité du bureau par l'indication précise, chaque fois, de la provenance du document ou de la nouvelle insérée.

Comme le journal ne contiendrait aucun commentaire sur la valeur d'un titre quel qu'il fût, la difficulté résiderait seulement dans le choix et le dispositif des matières publiées ; elle n'est pas difficile à résoudre, et l'administration du « Bureau des valeurs mobilières étrangères », telle que l'avons proposée, trouverait facilement la formule idéale. L'essentiel serait que la documentation portât sur toutes les valeurs de tous pays étrangers émises en France.

Le Bureau devant bénéficier du concours obligeant des banquiers, plus spécialement de celui de l'émetteur pour chaque valeur, et aussi du secours de certains départements du gouvernement, il est aisé de voir qu'il aurait toutes les possibilités de donner à son organe une importance et un attrait considérables.

Il serait audacieux de prétendre qu'un tel journal pût trouver immédiatement tous les lecteurs qu'il conviendrait, mais il semble bien qu'apportant lui-

même au public des renseignements juridiques et financiers d'un à-propos certain, il serait un moyen sérieux d'entreprendre, mieux que par des exhortations lointaines, l'éducation financière du public.

CHAPITRE III

L'ACTION DIRECTE POUR LA SAUVEGARDE DE L'ÉPARGNE

Les publications légales préalables permettent à l'épargne de connaître superficiellement le titre qu'on lui offre ; en outre, l'aperçu procuré par la notice porte une date après laquelle bien des éléments mis en évidence dans le texte peuvent se modifier, se transformer même complètement.

Les publications officieuses postérieures, à moins de devenir suspectes, ne sont que des enregistrements successifs de changements survenus dans la situation d'un emprunteur, dans la marche des affaires d'une société dont notre épargne détient des obligations ou des actions.

Le souscripteur n'a pu juger, le plus souvent, que sur une façade ; c'est après que les événements qui touchent ses intérêts pécuniaires se sont produits, qu'il peut en avoir connaissance : ceci revient à dire que les efforts les plus persévérants pour

développer et préciser les publications préalables, pour encourager, organiser même la documentation postérieure aux émissions aboutiront à un résultat dont l'efficacité restera limitée; sous peine de se discréditer, la publicité sérieuse doit rester superficielle ou rétrospective.

Rarement, la publicité légale préalable déterminera par elle-même l'abstension; son développement doit, en principe, avoir plutôt pour effet d'attirer, non pas la méfiance, mais simplement une attention plus grande du public qui peut-être sera avantageuse pour l'émetteur. Les publications ultérieures sont plus utiles, mais pour ceux qui songent à y recourir au moment d'effectuer de nouveaux placements et qui sont à même d'en tirer profit, c'est-à-dire pour une classe assez relevée déjà de capitalistes.

Seuls pourront être d'enseignement réel pour la masse les mécomptes subis; c'est l'expérience malheureuse qui restera le meilleur guide de plus tard, sous la réserve encore que son souvenir ne s'effacera pas trop vite ou qu'il ne conduira pas à des excès contraires qui seraient de nouvelles erreurs.

Quelque bienfait que l'avenir doive ainsi recevoir des malheurs passés, on doit pourtant se demander s'il est vraiment logique de laisser s'entamer les ressources de notre épargne, avec la consolation que les États ou Sociétés étrangères qui auront mal-

mené nos capitaux seront discrédités par la suite auprès de notre marché et s'il ne conviendrait pas mieux de tenter d'enrayer les gaspillages, de réduire les mécomptes.

Pour n'avoir que le crédit qu'il mérite, un emprunteur doit pouvoir être jugé par tous ceux auxquels il s'adresse ; or, il est impossible de supposer que, malgré toutes les formes de publicité organisées, le gros public puisse peser comme il le devrait les risques attachés à des titres vers lesquels il est porté par une confiance naturelle ou bien provoquée par les émetteurs.

Notre épargne nationale subit une poussée vers les valeurs mobilières étrangères ; elle s'y laisse aller d'autant mieux qu'elle a beaucoup de peine à apercevoir les dangers des placements étrangers. Nous estimons qu'au lieu d'attendre que les malheurs l'aient aguerrie, si elle est susceptible véritablement de s'aguerrir, il faut prévenir le plus qu'il est possible ses infortunes en prenant en main ses intérêts et en les faisant valoir suivant les circonstances.

Lorsqu'il s'agit d'émission de fonds d'État étrangers en France, nous avons signalé l'opportunité d'une intervention du gouvernement à propos de l'admission à la cote officielle si le titre à émettre présente des garanties nettement insuffisantes ; la nécessité de la cote officielle pour la dignité de

l'État emprunteur et pour le succès de l'émission fait qu'à propos de tous les gros emprunts d'États étrangers réalisés dans notre pays, le gouvernement agira en faveur de l'épargne en discutant les garanties, dans la mesure où la question des garanties peut avoir à être posée. En nous déclarant partisans de cette politique financière qui tend à améliorer nos placements étrangers, nous devons rappeler l'inquiétude que devra ressentir, par contre, notre épargne nationale chaque fois que, pour d'autres raisons que l'intérêt des souscripteurs, le gouvernement ouvrira le marché français à des emprunts d'États étrangers.

Tant que l'intervention officielle, dissimulée ou non, consiste simplement en des précautions prises dans l'intérêt de ceux qui engageront leurs économies, elle supporte la critique ; l'objection de la responsabilité engagée reste théorique car on ne peut en vouloir et imputer une responsabilité à ceux qui s'efforcent de consolider la valeur d'un titre auquel un public trop aveugle se laisserait toujours entraîner à souscrire, qu'elle qu'en fût la médiocrité.

Mieux que dans des cabinets de ministère où la politique reste la dominante, les discussions préparatoires sur la qualité des titres à émettre trouveraient leur place au sein d'une assemblée où, à côté du gouvernement, les banquiers-émetteurs seraient largement représentés et, avec eux, les idées de

liberté, les intérêts surtout de la multitude des petits qui sont la clientèle de fond des émetteurs. Le « Bureau des valeurs mobilières étrangères » où l'industrie et le commerce français auraient également une voix qui puisse parler en leur nom, pourrait grâce à une équitable composition de son administration se faire le théâtre de ces conversations préliminaires où se décide le destin, la mise à la disposition de pays étrangers de sommes énormes mises de côté dans le but d'assurer le lendemain.

Les échanges de vues ne seront jamais trop actifs ni trop complets lorsqu'il s'agit de fonds d'État étrangers parce qu'une fois les titres souscrits, l'épargne ne peut pas compter sur un secours énergique certain si l'emprunteur vient à méconnaître ses engagements.

La souveraineté des pays a comme conséquence que les engagements laissés en souffrance ne sauraient être éventuellement rappelés qu'entre gouvernements ; il en résulte aussi que lorsque le besoin se fait sentir d'un rappel aussi délicat, une série d'éléments divers interviennent qui rendent son adresse extrêmement difficile. Les représentations isolées de notre gouvernement aboutiront avec peine ; de longues négociations avec les puissances intéressées — c'est-à-dire, par suite de l'enchevêtrement croissant des intérêts économiques et financiers, avec presque toutes les grande puissances

chaque fois — seront généralement nécessaires pour obtenir une réparation.

Par conséquent, le gouvernement peut, à l'origine, dans la discussion des conditions avec l'État souverain emprunteur se substituer à la masse des ignorants pour parer à son insuffisance de clairvoyance qui l'empêche de prêter à parfait escient. Il le doit même parce que, plus tard, il sera presque toujours paralysé pour faire valoir, lorsqu'ils seront méconnus, les droits attachés aux titres de créance que sont les obligations d'un emprunt, droits qu'il est pourtant le seul à pouvoir prendre en main pour le compte commun.

Les choses en sont à peu près au même point pour les titres d'emprunts de villes, provinces, États fédérés ; l'action du gouvernement sera moins hésitante, elle pourra même être secondée suivant les cas par une activité privée, mais combien de fois sera-t-il possible d'aboutir sans en passer par l'État souverain intéressé ?

Pour la catégorie des titres de sociétés étrangères, actions, obligations ou autres, la situation est tout à fait différente ; nous nous y attacherons davantage parce que nous sommes ici dans le domaine des entreprises privées et que les tentatives à faire en faveur des intérêts de l'épargne n'ont pas de raison de rester infructueuses.

Nous avons énoncé les obstacles divers qui résis-

tent successivement à la libre pénétration des titres de sociétés étrangères en France ; nous avons constaté qu'aucun ne pouvait donner entière satisfaction comme moyen de sauvegarde de nos capitaux. Seule la Chambre syndicale des agents de change nous a paru animée d'une intention parfaite en se préoccupant de l'avenir des capitaux engagés et en esquisant un mouvement pour qu'il soit veillé à leur sort.

La Chambre syndicale a bien vu que les publications légales préalables et toutes les publications postérieures ne pouvaient empêcher notre épargne de subir des pertes importantes. Toute cette publicité dénonce bien le risque particulier inhérent à chaque entreprise suivant sa nature, mais elle ne peut mettre en évidence celui, le plus important, qui provient des méthodes présidant à la gestion sociale alors que l'expérience la plus courte suffit à montrer que la qualité des affaires se résume dans l'honorabilité et la valeur de ceux qui les dirigent.

On s'accorde à dire que les placements étrangers sont beaucoup plus dangereux que les placements nationaux, mais quand on procède à une telle affirmation, on ne précise pas si, à l'étranger, les entreprises sont moins bien placées que chez nous pour réussir ou plutôt si les procédés d'exploitation ou de direction, à l'étranger, ne sont pas la véritable cause du danger. Il n'est pas heureux que l'on confonde ces deux genres de risque parce que, véritablement,

c'est au second presque exclusivement que nos placements étrangers doivent d'être considérés comme de classe inférieure, si l'on veut bien se rattacher au principe de la pénibilité croissante de mise en valeur d'un pays qui fait que l'expansion des entreprises reste beaucoup plus facile dans les continents moins vieux que le nôtre.

Cette première mise au point établie, il n'est pas sans intérêt de constater que les achats de titres de sociétés étrangères ne sont jamais opérés par la masse, après examen de ce risque de gestion.

Le petit capitaliste voit le revenu élevé, se renseigne sur les garanties offertes ou sur les dividendes à prévoir, mais, quand il engage ses fonds, il ne lui vient pas à l'idée que l'affaire à laquelle il prête ou dans laquelle il s'associe pourra être menée d'une autre manière que celle dont il se rend compte chaque jour, dans la vie courante. La notice du projet de 1912 lui procurera des listes d'administrateurs ; il y trouvera avec plaisir des noms français, s'il y en a, mais, à tous quels qu'ils soient, il attribuera une mentalité et des principes identiques à ceux qui ont conduit nos entreprises nationales privées qu'il connaît à un degré enviable de prospérité. A ce point de vue, on peut dire qu'il se trompe et qu'il est de toute équité de réparer son erreur.

Cette idée de réparation peut ne pas convenir à certains ; pour rallier leur opinion, il suffit de dire

que ceux qui, au contraire, engagent leurs capitaux dans des sociétés étrangères parce que, sur quelques points tels que répartition des bénéfices, rapidité de remboursement des obligations ou autres, ils ont à se plaindre de ce qui est en usage général chez nous, ceux-là sont des capitalistes éclairés qui sont capables de faire leurs placements à l'étranger avec tout le discernement voulu pour qu'ils n'aient besoin d'aucune protection.

Nous concluons donc à la nécessité de restreindre les risques de gestion par l'organisation d'une surveillance efficace de nos capitaux ou, pour mieux dire, par une participation de nos nationaux et, avec eux, de nos méthodes à la direction des sociétés dont les titres circulent en France.

Quand elle demande la cotation des actions d'une société étrangère en même temps que celle de ses obligations, la Compagnie des agents de change agit fort bien car, à moins que les obligations bénéficient de garanties intangibles par la société, ce qui est peu fréquent, il est anormal que des Français prêtent à une société lointaine dont les actes leur restent entièrement inconnus. D'autre part, nous avons vu qu'elle demandait aussi la nomination de deux administrateurs français et, en signalant le fait, nous avons relevé l'inconvénient de la représentation des intérêts français conçue sur une base aussi rigide.

La Chambre syndicale des agents de change,

inspirée par certains départements du gouvernement à ses usages ; il faut les lui laisser. Cependant, il convient de se demander s'il ne serait pas possible d'en renforcer l'effet en faveur de l'épargne, par leur adaptation plus rationnelle et, parallèlement, d'en étendre le principe à tous les titres de sociétés étrangères qui sont ouvertement en circulation dans notre pays, qu'ils soient cotés officiellement, sur le marché libre ou qu'ils ne soient pas cotés du tout.

Ici doit intervenir pour jouer, à notre sens, son rôle principal l'organisme que nous envisageons et que nous avons appelé « Bureau des valeurs mobilières étrangères ».

Groupant dans une fraction prépondérante de son administration une représentation d'élite des banquiers, émetteurs sélectionnés, il serait singulièrement mieux qualifié que quiconque pour s'occuper de la défense permanente des capitaux français par la centralisation des droits de ces milliers de petits porteurs dont l'éparpillement, si séduisant d'aspect, est une grande faiblesse.

Par les multiples avantages qu'elles ont procurés au public, les banques en sont arrivées à être les dépositaires ou les gardiens de la fortune mobilière du pays ; cette situation extraordinaire n'offre-t-elle pas, connaissance prise des quotités imposables fixées par l'administration de l'enregistrement, la possibilité d'évaluer l'importance assez exacte des

capitaux français investis dans une société étrangère et d'en déduire toutes les dispositions à prendre en vue de leur représentation ?

Les banquiers, quand un effort commun devrait se produire pour l'exécution de ces dispositions, auraient dans le « Bureau des valeurs mobilières étrangères » un lien qui leur permettrait de se concerter, de se renseigner mutuellement dans l'intérêt général ; le but éminemment louable poursuivi devrait rallier le concours de tous.

Si des obligations d'une société étrangère sont seules émises en France, le « Bureau » devrait d'abord voir si les garanties offertes ont bien été constituées ; dans le cas où les obligations ne bénéficieraient pas de garanties spéciales, il pourrait chercher à faire pénétrer les éléments français dans la société, malgré qu'ils n'y aient pas rigoureusement droit, veiller en tout cas à ce que les droits particuliers des obligataires qui peuvent résulter de la législation étrangère en vigueur (1) soient bien utilisés par les porteurs français, examiner enfin avec l'émetteur si l'introduction des actions en France pourrait être effectuée pour permettre l'immixtion justifiée de Français dans la gestion sociale.

S'il s'agit d'actions émises, le « Bureau » aurait

1. V. sur cette matière les développements de M. Edmond Morand, *les Sociétés civiles d'obligataires*, thèse Paris, 1911.

à pourvoir à l'utilisation du droit des associés français de participer aux assemblées générales, sinon à toutes, au moins à celles qui sont d'une importance particulière pour le sort de la société ou pour l'avenir des capitaux nationaux engagés ; il devrait s'occuper aussi de la représentation raisonnée des actionnaires français dans les conseils d'administration, dans les directions elles-mêmes.

L'admission à la cote officielle de ses actions nécessite pour une société étrangère la nomination de deux administrateurs français ; si la proportion d'actionnaires français ne justifie pas cette double nomination, les actionnaires étrangers la respectent uniquement parce qu'elle représente, avec le droit d'admission, le droit de séjour à la cote officielle, c'est-à-dire qu'elle leur assure pour l'avenir, la faculté de déverser, en cas de besoin, leurs actions sur notre grand marché.

Le « Bureau des valeurs mobilières étrangères » n'userait pas d'une arme de trempe aussi inégale et sur laquelle il n'aurait, d'ailleurs, pas à compter ; les émissions de titres de sociétés étrangères doivent être libres et c'est seulement après le placement que le « Bureau » pourrait intervenir en groupant les actionnaires français.

Lorsqu'il aurait concentré une majorité française il devrait alors songer à la nomination non plus de deux mais d'une majorité d'administrateurs français

dont il aurait ensuite à seconder énergiquement les efforts pour l'organisation d'une direction française.

Dirigé par des personnalités rompues à la pratique des sociétés, il ne perdrait pas de vue que les administrateurs français, pour répondre entièrement au but de leur nomination, doivent autant que possible résider dans le même pays, dans la même ville où se trouve l'établissement principal de la société en cause, afin de surveiller véritablement la gestion étrangère locale : il comprendrait que c'est demander à des nationaux ne quittant pas la France de prendre des responsabilités trop écrasantes et inutiles que de les faire participer à l'administration d'une affaire dont ils ne suivent la marche que de très loin.

Avec le concours constant des banquiers et l'appui du gouvernement quand il en aurait besoin, le « Bureau des valeurs mobilières étrangères » accomplirait là une tâche ardue, toute de persévérance, mais extrêmement profitable à notre épargne.

Quand bien même les actionnaires français seraient en nombre insuffisant pour justifier l'imposition par un vote de majorité la nomination de plusieurs administrateurs français, leurs intérêts doivent être pris tout aussi assidûment en main : des négociations privées, soutenues par la présence à des assemblées d'un nombre encore important d'actions, pourraient parfaitement donner un résultat tel que la nomination d'un seul ou de deux administrateurs.

Les sociétés étrangères seraient mal fondées à se plaindre d'une semblable politique d'immixtion absolument de droit ; elles se féliciteraient plutôt de voir pénétrer chez elle nos méthodes de gestion qui restent sans égales et qui ne trouvent d'opposition que de la part de ceux qui voient disparaître avec leur venue tout moyen de manipulations personnelles.

Enfin, si les actionnaires français étaient en trop petit nombre pour qu'il fût possible d'agir en leur faveur, le « Bureau des valeurs mobilières étrangères », comme nous l'avons dit, leur procurerait tout au moins, de façon permanente, des renseignements sur la situation de l'affaire à laquelle ils sont intéressés.

Suivant avec la plus grande attention la marche des sociétés étrangères abonnées au timbre français, le « Bureau » pourrait intervenir utilement lorsque les affaires de l'une de ces sociétés paraîtraient mal engagées. Les porteurs trouveraient en lui à qui s'adresser immédiatement pour être éclairés, pour apprendre à quoi s'en tenir sur la signification d'un affaissement de cours ou sur la valeur de rumeurs inquiétantes, ce qui, nous avons eu l'occasion de le faire remarquer, leur est bien difficile actuellement. De son côté, le « Bureau » s'appliquerait à prendre toutes les mesures possibles pour la remise au point de la société par des éléments nationaux, si les porteurs français sont en nombre intéressant. En

résumé, il exercerait une vigilance constante pendant cette longue période intermédiaire pour les sociétés mal dirigées, entre l'émission des actions en France et la prise en main des intérêts français par l'Association Nationale des porteurs français de valeurs étrangères lorsque l'œuvre néfaste pour notre épargne nationale est à peu près terminée ; il laisserait bien entendu à celle-ci le soin d'accomplir le travail de réparation dans lequel elle s'est spécialisée avec le plus grand succès.

Il nous paraît certain qu'une politique de collaboration de nos nationaux et de nos méthodes avec nos capitaux engagés dans les entreprises étrangères doit être infiniment salubre pour notre épargne ; nous allons même jusqu'à penser qu'à bon droit nos capitaux s'engageront volontiers davantage dans ces sociétés étrangères où l'on saura que le seul risque réside dans les aléas inhérents à chaque catégorie d'entreprise.

Défendre les intérêts déjà engagés et procurer à notre épargne de nouveaux emplois avantageux : c'est là, à nos yeux, la véritable ligne de conduite à suivre. Nous avons pensé que, mieux qu'aucune émanation directe du gouvernement, un groupement officiel de tous ceux qu'intéressent les valeurs mobilières étrangères, des banquiers-émetteurs surtout, était indiqué pour mener à bien cette mission, diffi-

cile c'est certain, mais dont le but justifie les dépenses d'activité les plus grandes.

Certes, les établissements de crédit et les grandes banques d'affaires ne se désintéressent pas des valeurs qu'elles émettent, mais il y a à côté d'eux une longue série d'émetteurs de moindre puissance qui ne peuvent s'occuper de suivre d'assez près les sociétés étrangères dont ils ont placé les titres. Et puis, la multiplication des titres étrangers en France permettra-t-elle aux banques, même les plus actives, de prêter toujours l'infatigable attention nécessaire à la bonne sauvegarde de tous les capitaux engagés dans les entreprises qu'elles ont patronnées. Enfin, une collaboration commune dans la métropole ne pourra-t-elle pas fréquemment procurer le mutuel appui local de nos intérêts financiers dans un même pays étranger, qui devrait être très favorable à leur défense.

C'est pour ce triple motif que nous avons songé à un organisme nouveau qui nous a paru, en même temps, tout indiqué pour remplir les autres fonctions que nous avons définies dans les deux précédents chapitres.

CONCLUSION

L'examen des diverses causes des placements étrangers nous a fait conclure que notre épargne nationale subissait une véritable poussée vers les valeurs mobilières étrangères ; en regard, l'impression qui se dégage de l'étude de la réglementation actuelle est que les pouvoirs publics se sont à peine souciés de la nouvelle et si importante forme d'emploi trouvée dans les titres étrangers par les économies du pays, c'est-à-dire par les sacrifices de chacun sur le présent en vue de l'avenir.

Des débâcles répétées ont démontré ce qu'il fallait penser de l'indifférence presque complète des gouvernements ; on s'est ému et, actuellement, l'opinion réclame l'intervention réparatrice de la loi.

Les attaques portent de nouveau sur le principe de l'exode des capitaux français ; les plus attrayantes s'étaient sur le caractère vexatoire du concours donné par nos ressources financières aux entreprises étrangères. Nous avons dit ce que nous pensions de ces diatribes sentimentales : les avantages procurés

à notre épargne nationale et au pays, par les valeurs mobilières étrangères, l'emportent sur les inconvénients qui peuvent en résulter et, du reste, ce serait tenter l'impossible que de chercher à arrêter par une barrière quelconque l'élan de nos capitaux vers ces valeurs.

On s'est occupé plus sérieusement de la défense de notre épargne nationale, en évitant de porter atteinte à la liberté de circulation du capital, mais en voulant mettre le public en garde contre les mauvais titres. Pour cela, on a cherché à entourer d'une grande lumière l'introduction sur notre marché, par la publicité légale préalable. La tentative de la loi du 30 janvier 1907 ayant échoué, on a pensé que la lumière projetée sur les émissions était trop faible ; le développement de la notice, la réglementation des prospectus seront tels, avec le projet de 1912, que la mise au jour sera complète.

Un autre courant d'opinion s'est formé qui attribue, en premier lieu, aux émetteurs, la cause des malheurs de notre épargne ; il a fait grande fortune jusqu'à impressionner le gouvernement au point que, nous l'avons vu, le projet de 1912, est, beaucoup plus qu'un élargissement de la publicité préalable, une organisation de la responsabilité accentuée des émetteurs.

La législation récente et la prochaine mettront-elles fin aux abus ? Nous avons répondu qu'elles

pourront seulement en atténuer quelque peu l'importance.

Les publications légales préalables ne profiteront qu'à la classe assez instruite pour les apprécier ; pour ce qui est de la majorité, de « l'épargne populaire », elle ne recevra aucun secours : les aveugles ne sauront jamais lire.

La véritable utilité de la publicité légale préalable nous paraît plutôt qu'elle servira de base pour faire jouer la responsabilité organisée des émetteurs. Cette responsabilité, nous l'avons examinée dans tous les sens ; pour les malversateurs qu'elle n'effraiera pas, elle restera un mot ; elle sera, par contre, un épouvantail pour les émetteurs sérieux, ceux auxquels, il est bon de le dire, notre épargne nationale doit d'avoir fait en valeurs mobilières étrangères des placements remarquablement fructueux.

En faisant l'esquisse de l'activité déployée autour de l'épargne au moment des placements de titres, nous nous sommes rangés à l'évidence que l'influence de l'émetteur était puissante et qu'elle pouvait être, par conséquent, néfaste. L'idée d'une action contre les émetteurs devait donc être aussi la nôtre, mais nous nous écartons complètement des auteurs du projet de 1912 en repoussant le principe d'une violente répression étendue à tous.

Il est clair qu'une responsabilité civile, la seule qui

puisse intéresser l'épargne, ne peut être proclamée consciencieusement qu'autant qu'elle est susceptible de produire des effets : l'expérience du passé, autant que la logique, prouve, d'autre part, que ce sont précisément les petits émetteurs d'occasion, incapables de répondre, qui sont les auteurs du plus grand mal. Nous en avons déduit qu'au lieu de menacer et de frapper indistinctement, il serait infiniment plus opportun et plus salulaire d'éliminer d'office ces éléments dangereux : sortant du domaine facile de la critique, nous avons proposé pour cette élimination des bases permettant de faire connaître facilement la valeur de l'émetteur et destinées à assurer d'une manière consistante sa surface. Des conséquences à entrevoir d'une restriction ainsi comprise au droit d'être émetteur, nous devons conclure qu'il devenait aisé de ne plus faire reculer les émetteurs par des exigences excessives.

Nous nous séparons aussi des auteurs du projet de 1912 en souhaitant que la notice ne soit pas transformée en une véritable déclaration des émetteurs dont le pavillon couvrirait la marchandise, car il nous semble bien que c'est égarer le public ou tout au moins lui former un jugement faussé que de lui masquer entièrement l'emprunteur par le présentateur.

Il est nécessaire que l'étranger qui vient faire appel à nos capitaux apparaisse nettement pour

qu'on soit amené avant tout à le discuter lui-même, à le juger, parce que, l'émission terminée, l'émetteur rentre dans l'ombre et le souscripteur n'a plus en face de lui que le signataire du titre qu'il a acquis pour un long avenir. L'objet même de la publicité préalable est d'instruire le public sur la valeur du titre émis ; il convient de le laisser intact.

Malgré tous ses perfectionnements, la publicité légale préalable ne peut pas être sérieusement considérée comme procurant une arme de défense ; elle est loin de pouvoir servir à tous et elle ne peut prétendre donner autre chose qu'une documentation superficielle.

La petite épargne, celle dont l'effort d'économie mérite la plus grande sollicitude, a besoin d'un secours moins illusoire. Ignorante et naturellement confiante, elle est incapable de clairvoyance dans les questions si complexes de finances d'États ou de sociétés ; ses intérêts doivent être pris en main et cela, non seulement au moment où elle souscrit des titres, mais aussi longtemps qu'elle les détiendra.

En matière de fonds d'État étrangers, c'est au gouvernement à intervenir, par les moyens dont il dispose, mais sous la condition formelle que l'intérêt de l'épargne, des petits qui économisent, reste l'unique objet de son intervention.

Le gouvernement sortirait de son rôle en poussant son désir de protection jusqu'à discuter les titres de

sociétés étrangères. Il n'y a, du reste, aucunement besoin qu'il apparaisse, la défense des capitaux français pouvant, cette fois, s'organiser sans lui ou plutôt, avec son appui en cas de besoin seulement.

Ce qu'il faut, pour que l'épargne puisse engager sans témérité ses économies dans les titres de sociétés étrangères, c'est qu'on s'efforce de restreindre, de supprimer le risque résultant pour ces valeurs des méthodes de gestion étrangères, risque que les souscripteurs ne soupçonnent pour ainsi dire pas, mais dont l'avenir leur fera sévèrement mesurer toute l'étendue.

Du fait que le régime de l'abonnement au timbre a malheureusement écarté de notre marché les meilleurs titres de sociétés étrangères, la nécessité n'apparaît que plus grande de la surveillance de nos capitaux auprès de celles qui n'ont pas reculé devant les lourdes charges imposées par notre fisc. La représentation de nos intérêts financiers dans l'administration et dans la direction locale de ces sociétés pourra seule mettre fin aux illusions dont l'épargne restera nourrie au moment des émissions, en dépit de l'ampleur et de la précision données aux publications légales préalables.

Cette sorte de francisation véritable de nos placements étrangers n'aurait pas la seule conséquence, démontrée par l'expérience, de pouvoir préserver d'importants mécomptes.

Avec nos nationaux et par le succès de leurs méthodes, elle devrait concourir à l'expansion des idées et de l'influence de notre pays. D'autre part, il n'est pas impossible d'entrevoir l'établissement de relations étroites entre les sociétés étrangères dirigées autant que financées par des Français et notre industrie ou notre commerce nationaux ; bien des regrets amers, exprimés de voir nos capitaux fuir notre pays, s'en trouveraient atténués.

En outre, l'assurance de trouver sur notre marché des titres de sociétés étrangères de premier ordre serait susceptible de réduire l'importance des placements en valeurs mobilières faits à l'étranger et contre lesquels il est impossible de réagir autrement que par voie indirecte.

Enfin, les sociétés étrangères ainsi francisées offriraient à notre épargne l'occasion de nouveaux placements excellents, plus attrayants même que ceux que peuvent procurer les sociétés françaises opérant au dehors de la France, parce qu'ils présenteraient les avantages multiples des placements étrangers sans en avoir l'inconvénient principal. En s'en rendant compte, la masse de ceux qui économisent pourrait en venir à restreindre, comme conséquence, la faveur qu'elle témoigne pour les titres de fonds d'État étrangers dont l'accumulation perpétuelle dans le portefeuille national n'apparaît peut-être pas si souhaitable pour peu que l'on détourne les yeux

des résultats favorables acquis pour interroger
l'avenir sous toutes ses faces.

Vu : le Président de la thèse

BERTHELEMY

Vu : le Doyen,
CAUWÈS

Vu et permis d'imprimer :

Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris

L. LIARD

COMPAGNIE
DES AGENTS DE CHANGE
DE PARIS

Chambre Syndicale
Palais de la Bourse

Septembre 1912

Annexe 1

ADMISSION A LA COTE OFFICIELLE

DES VALEURS ÉTRANGÈRES

Autres que les Fonds d'État

Pièces et renseignements à fournir à l'appui de la demande :

1^o Demande au Syndic (*il n'y a pas de formule obligatoire*);

2^o Actes publics ou privés, statuts, cahiers des charges, etc., en vertu desquels la valeur a été créée dans son lieu d'origine; avec traductions françaises en due forme de toutes pièces produites en langue étrangère (1);

3^o Certification, par l'autorité consulaire établie en France, que ces actes sont conformes aux lois et usages de leur pays d'origine, et que la valeur est cotée officiellement dans ledit pays, à moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par le certificat (1). (Cette certification, établie en français, doit être dûment légalisée par le ministère des Affaires étrangères à Paris);

4^o Exempleire légalisé du *Bulletin des Annonces légales*

1. Décret du 6 février 1880 (*Voir page 178*).

obligatoires. justificatif des insertions prévues à l'article 3 de la loi de finances du 30 janvier 1907 ;

5° Spécimen des titres provisoires ou définitifs, avec indication des coupures, s'il y en a, et, dans ce cas, des numéros afférents à chacune d'elles ;

NOTA. — Tous les documents indiqués dans les paragraphes 2, 3, 4 et 5 ci-dessus, doivent être fournis à la Chambre syndicale *en deux exemplaires*, dont l'un pour ses archives, et l'autre pour celles du ministère des Finances (Lettre ministérielle du 12 février 1880.)

6° Justification de l'agrément, par le ministre des Finances, d'un représentant responsable du paiement des droits du Trésor (1) ;

7° Indication du taux d'émission, de la libération actuelle des titres, des époques de jouissance, de la jouissance courante ;

8° Engagement de faire parvenir à la Chambre syndicale un compte rendu (en langue française) de chacune des assemblées générales que pourra tenir la Société ;

9° Engagement de fournir à la Chambre syndicale 200 listes de chaque tirage, s'il y a lieu ; lesdites listes devant contenir, intercalés en caractères ou couleurs différents, les numéros des titres sortis antérieurement et non présentés au remboursement ;

10° Engagement de procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons ;

1. Décret du 6 février 1880 (*Voir page 178.*)

11° Engagement de tenir la Chambre syndicale au courant de toutes les modifications qui seraient apportées au fonctionnement de la Société (statuts, titres, etc.);

12° Engagement d'avoir à Paris, pendant toute la durée de la Société, une Caisse chargée du service des titres et des coupons. Indication de la Caisse chargée de ce service.

NOTA.— L'admission à la Cote officielle d'une valeur française ou étrangère n'entraîne la perception d'aucun droit au profit de la Chambre syndicale.

DÉCRETS DES 6 FÉVRIER 1880

ET 1^{er} DÉCEMBRE 1893

Concernant les attributions des Chambres syndicales des Agents de Change, à Paris ou dans les départements, et la négociation des valeurs étrangères.

DÉCRET DU 6 FÉVRIER 1880

LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE FRANÇAISE,

Sur les rapports des Ministres des Travaux publics et des Finances :

Vu l'ordonnance royale du 29 mai 1816, qui place dans les attributions du Ministre des Finances la Compagnie des Agents de change de la Ville de Paris ;

Vu le décret du 2 juillet 1862, qui rattache aux attributions du Ministre des Finances, les Agents de change institués près des Bourses départementales pourvues d'un parquet ;

Vu le décret du 22 mai 1858, concernant la négociation, en France, des valeurs des Compagnies étrangères ;

Vu le décret du 16 août 1859, qui modifie l'article 4. du décret du 22 mai 1858 précité;

Vu la loi du 23 juin 1857, établissant un droit de transmission sur les actions et obligations des Sociétés, Compagnies et entreprises françaises et étrangères, et notamment l'article 9 de ladite loi;

Vu le décret du 17 juillet 1857, portant règlement pour l'exécution de la loi du 23 juin précédent;

Vu l'article 11 de la loi du 16 septembre 1871, modifiant le taux du droit de transmission;

Vu la loi du 30 mars 1872, relative aux droits établis sur les titres émis par les villes, provinces et établissements publics étrangers;

Vu le décret du 24 mai 1872, portant règlement pour l'exécution de la loi du 30 mars précédent;

Vu la loi du 29 juin 1872, relative à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières;

Vu le décret du 6 décembre 1872, portant règlement pour l'exécution de la loi du 29 juin précédent;

Vu l'article 5 de la loi du 21 juin 1875, qui assujettit à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières établi par la loi du 29 juin 1872, les lots et primes de remboursement attachés aux obligations et autres titres d'emprunt;

Vu le décret du 15 décembre 1875, portant règlement pour l'exécution de l'article 5 de la loi du 21 juin 1875;

Le Conseil d'État entendu,

DÉCRÈTE :

ARTICLE PREMIER. — Les Chambres Syndicales des Agents

de change, à Paris ou dans les départements, accordent, refusent, suspendent ou interdisent la négociation, à leurs Bourses respectives, des actions, obligations, titres d'emprunt, quelle que soit d'ailleurs leur dénomination, émanant de sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes, provinces étrangères, et tous autres établissements étrangers.

ART. 2. — La Chambre syndicale près la Bourse où l'admission d'une valeur étrangère est demandée se fait remettre les pièces et justifications suivantes :

1° Les actes publics ou privés, statuts, cahiers des charges, etc., en vertu desquels cette valeur a été créée dans son lieu d'origine ;

2° La certification, par l'autorité consulaire établie en France, que ces actes sont conformes aux lois et usages de leur pays d'origine, et que la valeur est officiellement cotée dans ledit pays, à moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par le certificat ;

3° La justification de l'agrément, par le Ministre des Finances, d'un représentant responsable du paiement des droits du Trésor.

ART. 3. — La Chambre syndicale peut demander, en outre, toutes pièces, justifications et renseignements qu'elle juge nécessaires.

ART. 4. — Les actions admises à la cote ne peuvent être de moins de 100 francs lorsque le capital des entreprises n'excède pas 200.000 francs, ni de moins de 500 francs, si le capital est supérieur à 200.000 francs. Elles doivent être

libérées jusqu'à concurrence du quart (*Article modifié par le décret ci-dessous du 1^{er} décembre 1893*).

ART. 5. — Le Ministre des Finances peut toujours interdire la négociation, en France, d'une valeur étrangère.

ART. 6. — Sont abrogés les décrets des 22 mai 1858 et 16 août 1859, concernant la négociation, en France, des valeurs étrangères.

ART. 7. — Le Ministre des Finances est chargé de l'exécution du présent décret, qui sera inséré au *Bulletin des Lois* et au *Journal officiel*.

JULES GRÉVY

Fait à Paris, le 6 février 1880

Par le Président de la République :

Le Ministre des Finances, J. MAGNIN.

DÉCRET DU 1^{er} DÉCEMBRE 1893

LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE FRANÇAISE,

Sur le rapport du Ministre des Finances,

Vu le décret du 6 février 1880, concernant la négociation en France des valeurs étrangères ;

Vu l'article 81 du décret du 7 octobre 1890, portant règlement d'administration publique pour l'exécution de l'article 90 du Code de commerce et de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme ;

DÉCRÈTE :

ARTICLE PREMIER. — L'article 4 du décret du 6 février 1880 est modifié ainsi qu'il suit :

« Les actions admises à la cote ne peuvent être de moins de 25 francs lorsque le capital des entreprises n'excède pas 200.000 francs, ni de moins de 100 francs si le capital est supérieur à 200.000 francs. Elles doivent être libérées de 25 francs lorsqu'elles sont inférieures à 100 francs, et au moins jusqu'à concurrence du quart lorsqu'elles sont supérieures à 100 francs. »

ART. 2. — Le Ministre des Finances est chargé de l'exécution du présent décret, qui sera inséré au *Bulletin des Lois* et publié au *Journal officiel*.

CARNOT

Fait à Paris le 1^{er} décembre 1893

Par le Président de la République :

Le Ministre des Finances, P. PEYTRAL

COMPAGNIE
DES AGENTS DE CHANGE
DE PARIS

Chambre Syndicale

Palais de la Bourse

Mai 1910

Annexe 2

ADMISSION A LA COTE OFFICIELLE

DES FONDS D'ETATS ÉTRANGERS

Pièces et renseignements à fournir à l'appui de la demande :

1^{re} Demande au Syndic (*il n'y a pas de formule obligatoire*) ;

2^e Lois ou décrets qui ont créé ou autorisé l'Emprunt ;

3^e Certification, par l'autorité consulaire établie en France, que la valeur est cotée officiellement dans son pays d'origine, à moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par le certificat (cette certification, établie en français, doit être dûment légalisée par le Ministère des Affaires étrangères à Paris) ;

4^e Spécimen des titres provisoires ou définitifs, avec indication des coupures, s'il y en a, et, dans ce cas, des numéros afférents à chacune d'elles ;

NOTA. — Tous les documents indiqués dans les paragraphes 2, 3, et 4 ci-dessus, doivent être fournis à la Chambre syndicale en deux exemplaires, dont l'un pour ses archives, et l'autre pour celles du Ministère des Finances (Lettre ministérielle du 12 février 1880.)

6° Indication du taux d'émission, de la libération actuelle des titres, des époques de jouissance, de la jouissance courante ;

6° Engagement de fournir à la Chambre syndicale 200 listes de chaque tirage, s'il y a lieu ; lesdites listes devant contenir, intercalés en caractères ou couleurs différents, les numéros des titres sortis antérieurement et non présentés au remboursement ;

7° Engagement de procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons ;

8° Indication de la Caisse chargée, à Paris, du service des titres et des coupons ;

9° Traductions françaises en due forme de toutes pièces produites en langues étrangères.

NOTA. — L'admission à la Cote officielle d'une valeur française ou étrangère n'entraîne la perception d'aucun droit au profit de la Chambre syndicale.

Voir, page suivante, les lois des 28 décembre 1895 et 30 janvier 1907 fixant les droits de timbre à payer à l'État sur les titres des fonds d'États étrangers.

DROITS DE TIMBRE SUR LES VALEURS ÉTRANGÈRES

LOI DE FINANCES DU 28 DÉCEMBRE 1895

ART. 3. — A partir du 1^{er} janvier 1896, le droit de timbre au comptant des titres étrangers est fixé, savoir :

1° A 2 o/o pour ceux désignés dans les articles 9 de la loi du 23 juin 1857 et 1^{er}, § 4, de la loi du 30 mars 1872 (*Titres émis par les villes, provinces, corporations ou établissements étrangers*) ;

2° A 0 fr. 50 o/o pour ceux désignés dans l'article 6 de la loi du 13 mai 1863 (*Titres émis par les gouvernements étrangers*).

Ce droit n'est pas soumis aux décimes. Il sera perçu sur la valeur nominale de chaque titre ou coupure considéré isolément, et, dans tous les cas, sur un minimum de 100 fr.

Les titres déjà timbrés au jour de la promulgation de la présente loi tomberont sous son application, mais le droit ci-dessus ne leur sera appliqué qu'imputation faite du montant de l'impôt déjà payé.

ART. 4. — Les dispositions des articles 2 et 3 de la loi du 25 mai 1872 sont applicables aux titres énumérés dans l'article 9 de la loi du 23 juin 1857 et l'article 1^{er}, § 4, de la loi du 30 mars 1872.

ART. 5. — L'article 2 de la loi du 30 mars 1872 est ainsi modifié (1) :

« Nul ne peut négocier, exposer en vente ou énoncer dans un acte ou écrit, soit public, soit sous seing privé, lorsqu'ils n'ont pas été préalablement timbrés au droit spécifié dans l'article 3 de la présente loi :

» 1° Des titres de rentes, emprunts et autres effets publics des gouvernements étrangers ;

» 2° Des titres d'actions ou d'obligations émis par des

1 Article modifié à nouveau par la loi du 31 décembre 1907.

Sociétés, Compagnies ou entreprises étrangères, villes, provinces et corporations étrangères qui n'acquitteraient pas la taxe d'abonnement prévue par l'article 10 du décret du 17 juillet 1857 et l'article 4 du décret du 24 mai 1872.

» Tout acte ou écrit, soit public, soit sous signature privée, qui énoncera l'un des titres visés au présent article devra indiquer le lieu, la date et le numéro du visa pour timbre, ainsi que le montant du droit de timbre payé, ou, si la formalité a été donnée au moyen, soit du timbre extraordinaire, soit d'un timbre mobile, les mentions contenues dans l'empreinte du timbre apposé.

» Chaque contravention aux dispositions du présent article sera punie d'une amende de cinq pour cent (5 0/0) en principal de la valeur nominale des titres qui seront négociés, exposés en vente ou énoncés dans des actes. En aucun cas, l'amende ne pourra être inférieure à cent francs (100 fr.) en principal; toutes les parties seront solidaires pour le recouvrement des droits et amendes. Tout officier public ou ministériel qui aura contrevenu aux dispositions qui précèdent, demeurera responsable des droits de timbre et sera, en outre, passible, personnellement, d'une amende de cent francs (100 fr.) en principal. »

LOI DE FINANCES DU 30 JANVIER 1907

ART. 8. — A partir du 1^{er} avril 1907, le droit de timbre au comptant des titres étrangers, desquels nous l'art. 4 de la loi du 13 mai 1863, est fixé à deux pour cent, sauf en ce qui

concerne les titres déjà timbrés soit au tarif de 0 fr. 50 o/o avant le 1^{er} janvier 1899, soit au tarif de 1 o/o avant le 1^{er} avril 1907.

Ce droit n'est pas soumis aux décimes. Il sera perçu sur la valeur nominale de chaque titre ou coupure, considéré isolément et, dans tous les cas, sur un minimum de 100 francs.

Pour les titres déjà timbrés au 1^{er} avril 1907 au tarif antérieur à la loi du 28 décembre 1895, le droit de 2 o/o ne sera appliqué qu'imputation faite du montant de l'impôt déjà payé.

Resteront soumis au droit de 1 o/o les fonds étrangers cotés à la Bourse officielle, dont le cours, au moment où le droit devient exigible, sera tombé au-dessous de la moitié du pair, par suite d'une diminution de l'intérêt imposé par l'État débiteur.

Annexe 3

SYNDICAT DES BANQUIERS EN VALEURS A TERME

PRÈS LA BOURSE DE PARIS

2, rue des Colonnes

Formalités exigées pour l'inscription de Valeurs
à la Cote du Marche à Terme des Valeurs en Banque

*Demande par écrit adressée à la Chambre syndicale,
accompagnée des pièces suivantes :*

1^{re} Numéro du Bulletin annexe au *Journal officiel* contenant les insertions exigées par la loi ;

2^e Copie, certifiée conforme, de la lettre agréant un représentant responsable auprès de l'Administration de l'Enregistrement et du Timbre ;

3^e Attestation suivant laquelle tous les titres dont l'inscription est demandée sont de même nature et jouissent des mêmes droits, avec indication des différences pouvant exister dans la confection des titres, et remise d'un exemplaire annulé de chaque type ;

4^e Dernier et précédents rapports de la Société avec bilans ;

5° Exposé général de la situation de l'affaire, signé par la Maison demanderesse ;

6° Statuts avec, s'il y a lieu, la traduction française certifiée conforme ;

7° Engagement, soit de la Société, soit de la Maison demanderesse, de se conformer aux usages du Marché de Paris, et notamment de prévenir la Chambre syndicale, huit jours au moins avant la prochaine liquidation, des droits et avantages de souscription, d'augmentation de capital, etc., réservés éventuellement aux titres cotés, et de fixer, pour le dépôt des actions au porteur donnant droit à la souscription, un délai qui devra s'étendre au minimum jusqu'au septième jour du mois suivant inclus ;

8° Engagement, pour le paiement des coupons, de ne prélever qu'un impôt : l'impôt français ou l'impôt du pays au régime duquel est soumise la Société ;

9° Engagement d'assurer le renouvellement à Paris des feuilles de coupons, sans frais pour les porteurs ;

10° Engagement de porter immédiatement à la connaissance de la Chambre syndicale les numéros des titres frappés d'opposition.

A l'appui de notre demande d'inscription à la Cote du Marché à Terme des Valeurs en Banque, des
nous soussignés.....
déclarons avoir pris connaissance des articles ci-dessus, dont nous conservons copie, et prenons l'engagement de nous y conformer.

SYNDICAT DES BANQUIERS

EN

Valeurs au Comptant

Près la Bourse de Paris

5, RUE DU HELDER, 5

Téléphone :

Bureaux : 282-59 ; Compens-
sation : 288-46

Annexe 4

INSCRIPTION

A LA

COTE DU MARCHÉ AU COMPTANT

DES VALEURS EN BANQUE

Des Fonds d'États étrangers

Pièces et renseignements à fournir en faisant la demande :

1^o Demande au Président (*Il n'y a pas de formule obligatoire*);

2^o Exemple du *Journal officiel* contenant la publication des lois ou décrets qui ont créé ou autorisé l'emprunt ;

3^o Spécimen des titres (joindre un spécimen de chaque coupure, s'il en a été créé) ;

4^o Questionnaire rempli ;

5^o Engagement de procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons.

NOTA. — Toutes les pièces fournies en langues étrangères doivent être accompagnées de leur traduction *in extenso* en français et certifiées conformes par le représentant officiel, en France, de l'État où a été créé l'emprunt.

QUESTIONNAIRE

Nom de l'État :

Titre de l'Emprunt :

Législation :

OBLIGATIONS

Montant de l'Emprunt.....

Taux d'intérêt.....

Date des lois ou décrets qui ont créé
ou autorisé l'Emprunt.....

Valeur nominale.....

Taux d'émission.....

Cours d'introduction sur le Marché..

Nombre de Titres émis.....

État de libération des Titres.....

Nombre de Titres amortis à ce jour..

Désignation, nombre et numéros des
coupures.....

Dates du paiement des coupons.....

Date, numéro et MONTANT NET...
du dernier coupon payé.....

Représentant de l'État à Paris.....

Caisse chargée, à Paris, du service..
des Titres et des Coupons.....

(Dater et signer)

SYNDICAT DES BANQUIERS

EN

Valeurs au Comptant

Près la Bourse de Paris

5, RUE DU HELDER, 5

Téléphone :

Bureaux : 282-59; Compensation : 288-46

Annexe 5

INSCRIPTION

A LA

COTE DU MARCHÉ AU COMPTANT

DES VALEURS EN BANQUE

Des valeurs Étrangères autres que les Fonds d'États

Pièces et renseignements à fournir en faisant la demande :

ACTIONS

1^o Demande d'inscription et questionnaire remplis ;

2^o Deux exemplaires des statuts ; — Fournir, suivant la législation sous laquelle fonctionne la Société : Procès-verbaux d'assemblées générales constitutives ou certificat d'incorporation, certificat de coutume, décret d'autorisation, etc..., *certifiés conformes aux lois et usages de leur pays d'origine par le représentant officiel, en France, de l'État où la Société a été créée*; — Exempleaire imprimé du rapport des commissaires chargés de vérifier les apports, s'il y en a eu ;

3^o Exempleaire du journal d'annonces légales publiant les statuts, les assemblées générales constitutives, et les modifications aux statuts, s'il en a été fait ; — Exempleaire du

Bulletin des *Annonces légales obligatoires* contenant les insertions prévues par la loi du 30 janvier 1907;

4° Noms, qualités sociales, adresses des administrateurs, et noms des commissaires des comptes ;

5° Spécimen des titres (joindre un spécimen de chaque coupure, s'il en a été créé) ;

6° Déclaration que tous les titres dont l'inscription est demandée sont de même nature et ont les mêmes droits, avec indication des différences, s'il en existe, dans leur confection ;

7° Liste des souscripteurs avec indication du nombre de titres respectivement souscrits par chacun d'eux ; — Justification de la libération du capital ;

8° Derniers bilans et comptes rendus d'assemblées générales ordinaires et extraordinaires, s'il y en a eu (s'il n'a pas encore été établi de bilan, fournir un état de la situation financière actuelle active et passive de la Société) ;

9° Exposé général, en *neuf exemplaires*, de la situation de l'affaire depuis son origine ;

10° Copie conforme de la lettre de l'Administration de l'Enregistrement agréant un représentant responsable pour l'abonnement au timbre français.

Engagements à prendre par la Société :

a) De faire parvenir à la Chambre syndicale deux comptes rendus de chacune des assemblées générales que tiendra la Société ; de lui annoncer les dates de détachement, ainsi que

le montant brut et net des coupons; de la prévenir des droits et avantages de souscription réservés aux titres cotés, pour toute augmentation de capital, et de fixer, pour le dépôt des actions donnant droit à la souscription, un délai minimum de quinze jours ;

b) De procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons ;

c De procéder, à Paris, au renouvellement des feuilles de coupons, sans frais pour les porteurs, et de ne prélever qu'un impôt pour le paiement desdits coupons : l'impôt français ou l'impôt fixé par la législation étrangère sous le régime de laquelle fonctionne la Société ;

d) De procéder, dans un délai de vingt jours, s'il y a lieu, à l'échange des grosses coupures contre des coupures inférieures et des unités, et réciproquement ; Indication du tarif d'échange ;

e) D'avoir à Paris une Caisse chargée, pendant toute la durée de la Société, du service des titres et des coupons (validation, transfert, conversion des titres nominatifs en titres au porteur et réciproquement, etc.) ; Indiquer cette Caisse, ainsi que les délais et tarifs fixés pour ces opérations ;

f) De fournir, pendant toute la durée de la Société, la traduction en français de tous les documents remis en langues étrangères.

NOTA. — Les pièces produites en langues étrangères doivent être accompagnées de leur traduction *in extenso* en français, et tous

les documents fournis certifiés conformes et signés par un administrateur.

OBLIGATIONS

S'il s'agit d'obligations, fournir les pièces complémentaires suivantes :

1^o Copie des procès-verbaux d'assemblées générales ou des délibérations du Conseil d'administration ayant autorisé leur création et leur émission ;

2^o Neuf exemplaires du prospectus d'émission ;

3^o Engagement de la Société de fournir dix listes de chacun des tirages qui seront effectués.

NOTA. — Les pièces produites en langues étrangères doivent être accompagnées de leur traduction *in extenso* en français, et tous les documents fournis certifiés conformes et signés par un administrateur.

Annexe 6

LÉGISLATION RELATIVE AUX ÉMISSIONS

*Loi portant fixation du budget des dépenses et des recettes
de l'exercice 1907* (30 janvier 1907).

ART. 3. — L'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France, d'actions, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, de sociétés françaises ou étrangères, seront, en ce qui concerne ceux de ces titres offerts au public à partir du 1^{er} mars 1907, assujetties aux formalités ci-après :

Préalablement à toute mesure de publicité, les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs devront faire insérer dans un *Bulletin annexe au Journal officiel* dont la forme sera déterminée par décret, une notice contenant les énonciations suivantes :

- 1^o La dénomination de la société ou la raison sociale ;
- 2^o L'indication de la législation (française ou étrangère) sous le régime de laquelle fonctionne la société ;
- 3^o Le siège social ;
- 4^o L'objet de l'entreprise ;

5° La durée de la société ;

6° Le montant du capital social, le taux de chaque catégorie d'actions et le capital non libéré ;

7° Le dernier bilan certifié pour copie conforme ou la mention qu'il n'en a pas été dressé encore.

Devront être également indiqués le montant des obligations qui auraient déjà été émises par la société avec énumération des garanties qui y sont attachées et, s'il s'agit d'une nouvelle émission d'obligations, le nombre, ainsi que la valeur des titres à émettre, l'intérêt à payer pour chacun d'eux, l'époque et les conditions de remboursement et les garanties sur lesquelles repose la nouvelle émission.

Il devra, en outre, être fait mention des avantages stipulés au profit des fondateurs et des administrateurs, du gérant et de toute autre personne des apports en nature et de leur mode de rémunération, des modalités de convocation aux assemblées générales et de leur lieu de réunion.

Les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs devront être domiciliés en France ; ils seront tenus de revêtir la notice ci-dessus de leur signature et de leur adresse.

Les affiches, prospectus et circulaires devront reproduire les énonciations de la notice et contenir mention de l'insertion de ladite notice au *Bulletin annexe au Journal officiel*, avec référence au numéro dans lequel elle aura été publiée.

Les annonces dans les journaux devront reproduire les mêmes énonciations ou, tout au moins, un extrait de ces énonciations avec référence à ladite notice et indication du

numéro du *Bulletin annexe au Journal officiel* dans lequel elle aura été publiée.

Toute société étrangère qui procède en France à une émission publique, à une exposition, à une mise en vente ou à une introduction d'actions, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, sera tenue, en outre, de publier intégralement ses statuts, en langue française, au même *Bulletin annexe au Journal officiel* et avant tout placement de titre.

Les infractions aux dispositions édictées ci-dessus seront constatées par les agents de l'enregistrement ; elles seront punies d'une amende de dix mille à vingt mille francs (10.000 à 20.000 fr.).

L'article 463 du Code pénal est applicable aux peines prévues par le présent article.

.

Décret portant création du Bulletin annexe au Journal officiel prévu par la loi de finances du 30 janvier 1907
(27 février 1907).

ARTICLE PREMIER. — Les insertions prévues à l'article 3 de la loi de finances du 30 janvier 1907 seront publiées en feuilles annexes au *Journal officiel* sous le titre de *Bulletin annexe au Journal officiel de la République française*. Ces insertions obligatoires sont à la charge des sociétés financières.

ART. 2. — Le tarif des insertions est fixé à deux francs (2 fr.) la ligne de corps sept, la ligne ordinaire du *Journal officiel* prise comme justification.

ART. 3. — *Le Bulletin annexe* paraîtra le lundi de chaque semaine. *Les insertions établies sous la responsabilité des signataires*, devront être transmises au plus tard le mercredi de chaque semaine à la direction du *Journal officiel*.

ART. 4. — *Le Bulletin annexe* sera donné sans augmentation de prix aux abonnés à l'édition complète du *Journal officiel*.

Le prix de l'abonnement spécial au *Bulletin annexe* est fixé en France, Algérie et Tunisie : 12 francs par an (11 fr. pour les libraires et commissionnaires) et à 18 francs par an dans les autres pays de l'union postale (17 fr. pour les libraires et commissionnaires). Les abonnements seront invariablement d'une durée d'un an et partiront du 1^{er} de chaque mois.

ART. 5. — Le *Bulletin* sera vendu par feuille ou cahier de seize pages au maximum. Le prix de chaque feuille ou cahier est fixé à 5 centimes pour l'année courante et à 50 centimes pour les années écoulées, à partir du 1^{er} février de l'année qui suit.

Le prix de la feuille ou cahier légalisé du *Bulletin annexe* justificatif d'insertion est fixé à 75 centimes.

ART. 6. — Il sera dressé un répertoire alphabétique annuel du *Bulletin annexe* ; ce répertoire figurera dans les tables annuelles du *Journal officiel*, dont le prix reste fixé à 6 francs.

.

Décret modifiant le décret du 27 février 1907, relatif à la création du Bulletin annexe au Journal officiel (3 février 1912).

ARTICLE PREMIER. — L'article premier du décret du 27 février 1907 est remplacé par les dispositions suivantes :

« Les insertions prévues à l'article 3 de la loi de finances du 30 janvier 1907 seront publiées en feuilles annexes du *Journal officiel* sous le titre de *Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières*, publié en exécution de la loi du 30 janvier 1907 et du décret du 27 février 1907, modifié par le décret du 3 février 1912 ». Ces insertions obligatoires sont à la charge des sociétés financières.

» Les signatures apposées au bas des notices devront être légalisées. »

.

Annexe 7

PROJET DE LOI ayant pour objet de défendre l'épargne par une réglementation des mesures de publicité qui doivent être observées avant l'émission, l'offre, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France d'actions, d'obligations, de parts ou de tous titres, de quelque nature qu'ils soient, autres que les fonds de l'État français.

(Renvoyé à la Commission du budget)

PRÉSENTÉ

AU NOM DE M. ARMAND FALLIÈRES

Président de la République française

PAR M. L.-L. KLÖTZ,

Ministre des Finances

ET PAR M. ARISTIDE BRIAND

Garde des Sceaux, Ministre de la Justice

EXPOSÉ DES MOTIFS

Messieurs,

La loi du 24 juillet 1867 a assujetti les sociétés, spécialement les sociétés par actions, à diverses mesures de publicité et a réglementé minutieusement la création et la négociation des actions.

Mais cette loi est incomplète à un triple point de vue.

D'une part, elle ne contient aucune disposition visant les sociétés étrangères et les actions ou obligations, émises tant par ces sociétés que par les corporations, villes, provinces et États étrangers.

D'autre part, elle laisse aux sociétés françaises la liberté, illimitée et sans contrôle, d'émettre des obligations.

Enfin, même en ce qui concerne les actions, elle ne comporte aucune garantie sérieuse pour protéger les souscripteurs contre des fraudes telles que la fictivité des versements et l'exagération des apports, et, d'une manière plus générale, pour mettre la petite épargne à l'abri des entreprises malhonnêtes ou hasardeuses. En effet, le système de publicité, établi par la loi de 1867, ne permet ni aux souscripteurs d'origine ni aux actionnaires qui achètent des titres au cours de l'existence de la société, d'être exactement renseignés sur la réalité et la valeur des apports, sur le mode de libération des actions, sur le fonctionnement de la société, sur les charges qui la grèvent, sur la répartition des bénéfices, etc...

Les dangers qui en résultent pour le public se sont trouvés d'ailleurs aggravés par l'abus considérable qui a été fait des parts de fondateurs, depuis que la loi du 1^{er} août 1893, en interdisant la négociation pendant deux ans des actions d'apport, a amené les sociétés à attribuer à ces parts, immédiatement négociables, des droits exorbitants qui les assimilent presque à des actions.

Les lacunes et les déficiences de la loi de 1867 ont apparu avec une netteté de plus en plus grande au fur et à mesure du développement de la fortune mobilière et des opérations

de bourse, et, à plusieurs reprises, le Gouvernement et le Parlement se sont préoccupés des modifications à apporter au régime des sociétés et des valeurs mobilières.

Dès le 4 avril 1875, une Commission fut instituée, au Ministère de la Justice, pour préparer un projet de revision. L'œuvre de cette Commission resta inachevée et la question demeura en suspens jusqu'aux pénibles événements financiers qui se sont produits au commencement de l'année 1882.

A cette époque, des propositions de loi tendant à améliorer le système de publicité prévu par la loi de 1867 furent déposés par M. Alfred Naquet, le 26 janvier 1882, par M. Laroche-Joubert, le 7 février suivant, et par MM. Waldeck-Rousseau et Félix Faure, le 28 du même mois : la première de ces propositions fut prise en considération par la Chambre des députés le 23 février 1882, mais elle n'aboutit pas au vote d'un nouveau texte législatif.

En 1883, une seconde Commission extraparlamentaire fut chargée de rechercher les modifications à adopter pour compléter l'œuvre du législateur de 1867, et ses travaux servirent de base à un projet de loi soumis au Parlement, le 6 décembre 1883, par M. Martin-Feuillée, Garde des Sceaux. Ce projet, voté par le Sénat, fut déposé à la Chambre des députés le 26 novembre 1885 et, si l'ensemble de ses dispositions ne put être discuté, quelques articles, amendés et complétés, furent repris dans une proposition de loi rédigée par M. Clausel de Coussergues et devinrent la loi du 1^{er} août 1893.

En 1902, la nécessité d'une réforme du régime des sociétés

attira de nouveau l'attention du Gouvernement et des deux Chambres. Tandis que le Parlement discutait et votait la loi du 9 juillet 1902 sur les actions de priorité, qui fut ultérieurement modifiée et complétée par la loi du 16 novembre 1903, une Commission extraparlamentaire était constituée, par arrêté ministériel du 21 juin 1902, dans le but « d'examiner les modifications à apporter aux lois du 24 juillet 1867 et du 1^{er} août 1893 et d'étudier spécialement les mesures de nature à protéger l'épargne populaire ». L'avant-projet préparé par cette Commission servit de base à un projet de loi sur les sociétés qui fut déposé par le Gouvernement le 18 juin 1906 et fit l'objet d'un rapport présenté à la Chambre des députés par M. Chastenet, mais ne put venir en discussion avant l'expiration de la législature.

S'inspirant des dispositions de ce projet, et dans le but de mettre fin à des spéculations malhonnêtes qui avaient causé une réelle émotion dans le monde des affaires et pouvaient porter préjudice au marché français, la Commission du budget de la Chambre des députés, d'accord avec le Gouvernement, décida d'insérer dans la loi de finances de l'exercice 1907 un article soumettant à des formalités nouvelles de publicité, sanctionnées par des amendes de 10.000 francs à 20.000 francs, l'émission, l'exposition, la mise en vente et l'introduction sur le marché en France des actions, obligations et autres titres des sociétés françaises ou étrangères.

Cette disposition, qui forme l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907, a apporté une amélioration très notable à la situation antérieure. Désormais, toutes les fois qu'ils font appel au

public, les émetteurs, exposants, metteurs en vente ou introducteurs doivent, préalablement à toute mesure de publicité, faire insérer dans un organe spécial, qui était primitivement le *Bulletin annexe au Journal officiel* (Décret du 27 février 1907) et est devenu plus tard le *Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières* (Décret du 3 février 1912), une notice signée par eux et contenant des renseignements sur la Société, sur les titres déjà émis et sur les titres à émettre ; en outre, les affiches, prospectus, circulaires et annonces dans les journaux doivent reproduire les énonciations de ces notices ; enfin, toute société étrangère qui procède en France à une émission publique, à une exposition, à une mise en vente ou à une introduction sur le marché français d'actions, d'obligations ou autres titres, doit publier intégralement ses statuts, en langue française, dans le *Bulletin* précité.

Mais l'expérience a démontré que les prescriptions de la loi du 30 janvier 1907 sont encore insuffisantes pour mettre le public à l'abri de trop fréquentes exploitations.

A la suite de la discussion du rapport de la Commission chargée de procéder à une enquête « sur les circonstances qui avaient précédé, accompagné ou suivi l'arrestation du financier Rochette », la Chambre des députés a, dans sa séance du 20 mars 1912, « invité le Gouvernement à étudier et à lui proposer les mesures de nature à protéger contre la fraude l'épargne publique » (*J. O. Débats parlementaires*, Chambre, p. 856).

Cette préoccupation du Parlement répondait à celles du

Gouvernement. Dès le 9 février 1912, il avait été institué au Ministère des Finances une Commission extraparlamentaire chargée de rechercher les réformes à apporter à la législation sur la publicité des émissions financières (1). Ainsi que le déclarait le Ministre des Finances le 18 du même mois, il était urgent de « prévoir des sanctions réelles contre ceux qui énoncent des faits inexacts, mensongers, pouvant attirer la faveur du souscripteur trompé, et d'exiger que les dires qui doivent entraîner sa confiance portent une signature dont celui qui l'a apposée aura à répondre ».

Les travaux de la Commission extraparlamentaire ont servi de base au projet de loi que le Gouvernement a l'honneur de soumettre au vote du Parlement et dont le but et la portée apparaissent nettement.

1. Cette Commission était ainsi composée :

MM. Marraud, Conseiller d'État, Directeur Général de l'Enregistrement, des Domaines et du Timbre, Président,

Luquet, Directeur du Mouvement Général des Fonds au Ministère des Finances,

Deligne, Directeur des Affaires civiles et du Sceau au Ministère de la Justice,

Tissier, Directeur du Personnel au Ministère de la Justice,

Chevalley, Ministre plénipotentiaire,

Péan, Consul Général,

Chapsal, Directeur des Affaires commerciales et industrielles au Ministère du Commerce,

Tirman, Directeur du Personnel, de la Marine marchande et des Transports au Ministère du Commerce,

Cellier, Inspecteur des Finances.

Par arrêté ministériel du 5 septembre 1912, M. Deligne, Directeur Général de l'Enregistrement, des Domaines et du Timbre, a été nommé Président en remplacement de M. Marraud, et M. Boulloche, Directeur des Affaires civiles et du Sceau au Ministère de la Justice, membre en remplacement de M. Deligne.

Le texte proposé complète et renforce les prescriptions de l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907, en réglementant d'une façon plus précise et plus logique la publicité qui doit précéder l'émission, l'exposition, l'offre, la mise en vente et l'introduction sur le marché en France des actions, obligations, parts et tous titres, de quelque nature qu'ils soient, autres que les fonds de l'État français.

Il tend non seulement à élargir la publicité prévue par la loi de 1907 et à l'étendre à des titres non visés par cette loi, mais encore à empêcher les fraudes pratiquées au moyen de prospectus, circulaires, affiches ou annonces dans les journaux. A cet effet, il oblige les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs à fournir, sous leur propre responsabilité, civile et pénale, tous les renseignements de nature à mettre le public à même de connaître la valeur des titres qui lui sont offerts et de s'engager, le cas échéant, en connaissance de cause.

C'est d'ailleurs dans un but de clarté et d'unité que les dispositions de la loi du 30 janvier 1907 ont été incorporées dans le projet de loi, mais aucune d'elles n'a été supprimée et le texte n'en a même été modifié que lorsqu'il a été nécessaire de l'adapter aux prescriptions nouvelles ou d'en préciser le sens et la portée.

Enfin, si dans l'élaboration de ce projet de loi, le Gouvernement a eu la préoccupation constante de sauvegarder la petite épargne, il a eu également le souci de ne pas mettre obstacle aux entreprises honnêtes et de ne pas porter atteinte au marché français.

Le projet de loi se divise en quinze articles.

L'article premier n'est que le préambule de la loi. Il pose en principe que « l'émission, l'exposition, l'offre, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France d'actions, d'obligations, de parts ou de tous titres, de quelque nature qu'ils soient autres que les fonds de l'État français », sont assujetties à certaines formalités déterminées par les articles suivants.

Son texte diffère sur trois points de celui de l'article 3, § 1^{er}, de la loi du 30 janvier 1907 : d'une part, le mot « offre » qui a une acception très générale a été ajouté aux expressions « émission, exposition, mise en vente » qui ont un sens précis et pouvaient donner lieu à une interprétation trop restrictive, d'autre part, le nouveau texte s'applique non seulement aux « actions, obligations et titres de quelque nature qu'ils soient », mais aussi aux « parts » qui ne sont pas toujours représentées par un titre et qui auraient pu être considérées comme échappant aux dispositions de la loi ; enfin, il ne reproduit pas le membre de phrase qui visait uniquement les sociétés françaises ou étrangères et qui excluait par suite de l'application de la loi de 1907, les titres d'emprunt des corporations, villes, provinces et États étrangers, ainsi que les colonies, départements, communes et établissements publics ou d'utilité publique français (Rapp. art. 3 et 4 du projet).

L'article 2 détermine les conditions de publication dans le *Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières*, de la notice, déjà prévue par la loi de 1907, en ce qui concerne les sociétés françaises ou étrangères.

Cette notice doit contenir non seulement toutes les énonciations prescrites par la loi précitée, mais encore certaines indications qui ont paru indispensables pour permettre aux souscripteurs d'apprécier la valeur réelle des titres offerts.

Les unes se rapportent à la constitution même de la société et à son fonctionnement. La loi de 1907 impose déjà aux émetteurs l'obligation d'indiquer la dénomination complète de la société, la raison sociale, la législation française ou étrangère sous le régime de laquelle fonctionne la société, le siège social, l'objet de l'entreprise, la durée de la société, le mode de convocation et le lieu de réunion des assemblées générales, et, pour les sociétés étrangères, de publier la traduction en langue française des statuts. L'article 2 exige que les émetteurs mentionnent, en outre dans la notice : 1° la date de l'acte de société et de tous actes modificatifs ; 2° l'adresse complète du siège social ; 3° la date à laquelle la société prend fin ; 4° les dispositions relatives à la composition des assemblées générales.

Les autres énonciations sont plus spécialement destinées à faire ressortir la situation financière et, en quelque sorte, la « moralité » de la société, afin de mettre le public en garde contre les entreprises malhonnêtes ou hasardeuses.

Il a paru tout d'abord indispensable d'exiger la publication des « noms, prénoms, nationalité, qualité et adresse des membres des conseils d'administration et de surveillance quelle que soit d'ailleurs leur dénomination, ainsi que des commissaires des comptes, censeurs ou autres personnes chargés, par l'assemblée des actionnaires, d'exercer un contrôle sur la gestion financière de la société ».

Il a semblé non moins utile de faire mentionner, non seulement le montant et le mode de rémunération des apports en nature, comme le prévoit la loi de 1907, mais encore les noms, prénoms, nationalité, domicile et adresse des personnes qui les ont faits, les charges hypothécaires ou autres qui grèvent ces apports et les mutations à titre onéreux dont ils ont été l'objet pendant les cinq dernières années, ainsi que les conditions auxquelles ces mutations ont été faites. Ces énonciations, complétées par celles déjà exigées par la loi de 1907, en ce qui concerne les avantages attribués aux fondateurs, aux administrateurs, au gérant et à toute personne, rendront plus difficilement, sinon impossible, la fraude consistant dans la simulation ou l'exagération des apports et dans la stipulation, au profit de certaines personnes, de droits exorbitants de nature à préjudicier aux souscripteurs.

Enfin, pour bien établir la situation financière de la société et, en ce qui concerne les sociétés étrangères qui peuvent être constituées sans que le quart du capital social ait été versé, pour connaître l'importance exacte des apports réalisés, il paraît nécessaire d'exiger d'autres renseignements que ceux prévus par la loi de 1907 au sujet du capital non libéré et des emprunts antérieurs. Le nouveau texte prescrit de faire figurer dans la notice : 1° « le montant du capital social, avec l'indication, par catégorie, de la valeur nominale et de la quotité libérée des actions ou parts, qui composent le montant du capital souscrit, le montant du capital effectivement versé » ; 2° le montant des emprunts antérieurs contractés sous forme d'obligations ou toute autre forme, avec la men-

tion de l'intérêt et l'indication des garanties qui y sont attachées, ainsi que des actes constitutifs desdites garanties, le tableau des amortissements effectués et de ceux restant à effectuer ».

Le projet de loi maintient d'ailleurs l'obligation pour les sociétés de mentionner dans la notice : d'une part, « le dernier bilan ou la mention qu'il n'en a pas été dressé encore » et, d'autre part, le nombre, la valeur nominale des titres offerts au public, le mode et, s'il y a lieu, le taux de leur rémunération, l'époque et les conditions du remboursement ; il exige, en outre, l'énonciation, non seulement des garanties attachées aux titres offerts, mais encore des actes qui auraient constitué ces garanties, ainsi que le texte des engagements pris par la société au sujet des taxes tant françaises qu'étrangères auxquelles les titres offerts au public sont ou pourront être ultérieurement soumis.

L'article 3, qui contient une innovation importante, énumère les énonciations à porter dans la notice dont la publication est imposée aux émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs de titres d'emprunt de corporations, villes, provinces, États provinciaux ou fédérés et de toute collectivité publique étrangère autre que les États souverains et indépendants.

Ces énonciations sont nécessaires pour permettre à l'acheteur ou au souscripteur d'apprécier l'offre qui lui est faite. Elles se rapportent : les unes, à la situation financière et aux charges de la collectivité emprunteuse (recettes et dépenses du dernier exercice, montant des dépenses afférentes au

service de la dette existante, montant et type des emprunts antérieurement contractés et non remboursés avec indication de leur objet spécial et, s'il y a lieu, des gages qui y sont attachés); les autres, aux conditions du nouvel emprunt et aux avantages offerts aux souscripteurs (texte de l'acte qui a sanctionné l'emprunt, garanties spéciales de l'emprunt indications relatives à l'autorisation ou à la non-autorisation et à la garantie ou à la non-garantie de cet emprunt par l'État souverain dont relève la collectivité intéressée, nombre, valeur nominale des titres offerts, intérêt et garanties attachés à ces titres, époque et conditions du remboursement, texte des engagements pris par la collectivité emprunteuse au sujet des taxes tant françaises qu'étrangères auxquelles les titres offerts au public sont ou pourront être ultérieurement soumis).

L'article 4, qui innove également, indique les énonciations que doit contenir la notice à publier au *Bulletin des annonces légales* en ce qui concerne les titres d'emprunt d'États étrangers souverains et indépendants, de pays soumis au protectorat de la France, de colonies, de départements, de communes, d'établissements publics ou d'utilité publique français.

Les prescriptions de ce texte, sont imposées, *non pas aux États eux-mêmes* ou aux autres collectivités intéressées, mais *aux émetteurs, exposants, metteurs en vente ou introducteurs de leurs titres d'emprunt*.

D'autre part, les énonciations prévues sont celles *strictement indispensable* pour éclairer le souscripteur ou l'ache-

teur. Elles comprennent : 1° le texte de l'acte, quel qu'il soit, qui a sanctionné l'emprunt ; 2° le nombre, la valeur nominale des titres offerts au public, le taux de l'intérêt et, s'il y a lieu, les garanties qui y sont attachées, l'époque et les conditions du remboursement, le texte des engagements pris au sujet des taxes tant françaises qu'étrangères auxquelles les titres sont ou pourront être ultérieurement soumis.

L'article 5 est destiné à combler une lacune très importante de la loi de 1907 : il exige la publication d'une notice complémentaire ou rectificative en cas de changement survenu dans les énonciations de la notice primitive avant l'émission, l'exposition, l'offre, la mise en vente ou l'introduction sur le marché. Cette disposition a été introduite dans le projet pour le cas où, au moment de la formation du contrat de souscription, la société aurait subi des modifications susceptibles de diminuer les garanties que l'acheteur avait cru trouver dans les énonciations de la notice.

L'article 6, dont les prescriptions s'expliquent d'elles-mêmes, spécifie que toutes les mentions prescrites par les articles 2, 3, 4 et 5 doivent être rédigées en langue française et la valeur des monnaies étrangères exprimée en francs au cours du jour.

L'article 7 reproduit les dispositions de l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907, qui obligent les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs à avoir un domicile en France et à signer les notices, en faisant suivre leur signature de leur qualité et adresse. Mais il complète ces dispositions en exigeant de ces personnes l'indication de leur domi-

cile, qui peut être différent de leur adresse, et la déclaration formelle, d'une part, que la notice est sincère et, d'autre part, pour les sociétés dont les statuts sont rédigés en langue étrangère, que la traduction insérée dans la notice est complète, sincère et conforme au texte original.

Ces mentions permettront d'assurer l'entière application des sanctions pénales prévues par l'article 12 du projet de loi.

L'article 8 régleme les affiches, prospectus, annonces et circulaires ayant trait à l'émission, l'exposition, l'offre, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France des titres visés par les articles 2, 3 et 4. Il renouvelle les prescriptions de la loi de 1907 en ce qui concerne l'obligation de reproduire dans ces documents les énonciations de la notice et des notices complémentaires ou rectificatives, avec l'indication de la date de l'insertion de ces notices au *Bulletin des annonces légales obligatoires* et du ou des numéros dans lesquels elles ont été publiées. Mais le même article exige, en outre, que les affiches, prospectus, annonces et circulaires soient signés par les émetteurs, exposants, metteurs en vente ou introducteurs dont la responsabilité civile et pénale se trouvera ainsi engagée. Ceux-ci devront d'ailleurs faire suivre leur signature de leur qualité, domicile et adresse, et certifier, le cas échéant, que ces documents reproduisent bien littéralement et complètement les termes de la traduction des statuts.

En ce qui concerne les annonces dans les journaux, le nouveau texte, comme la loi de 1907, permet aux émetteurs de ne reproduire qu'un extrait des énonciations contenues dans les

notices, à la condition d'établir les références nécessaires à ces notices et aux numéros du *Bulletin* où elles ont été publiées. Il n'a pas semblé possible d'exiger la reproduction intégrale de toutes les indications de la notice, car une annonce dans les journaux ne produit un effet utile que si elle est relativement brève, d'une lecture facile, et si elle est renouvelée fréquemment dans la période qui précède l'émission.

Mais, pour parer aux inconvénients pouvant résulter d'une publicité par extrait de toutes les énonciations contenues dans les notices, il a été stipulé que les mentions de référence aux notices et au *Bulletin* seront imprimées en caractères de dimension au moins égale à la partie principale de l'annonce.

L'article 9 contient une disposition nouvelle de nature à rendre plus efficace la publicité organisée par la loi. Il impose aux émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs, l'obligation de tenir à la disposition de tout acheteur ou souscripteur, les numéros du *Bulletin des annonces légales obligatoires*, où les notices ont été publiées.

Cette disposition spéciale, que le public a le plus d'intérêt à connaître, doit être affichée ostensiblement dans les locaux où sont acceptées les souscriptions ou reçus les versements.

L'article 10 renferme deux autres dispositions nouvelles qui ont un caractère prohibitif.

La première interdit de mentionner dans les affiches, prospectus et autres écrits désignés à l'article 8, que l'admission à la cote des titres à émettre, à exposer, à mettre en vente ou à introduire sur le marché, en France, est ou sera demandée dans une Bourse française.

L'expérience a démontré, en effet, que les prospectus, annonces et circulaires abusent de cette formule tendancieuse qui, comme le ministre des Finances le déclarait à la séance de la Chambre des députés, du 3 février 1912, peut faire croire à un certain public que cette admission *pourra être obtenue*.

Le second paragraphe de l'article 10 s'oppose à ce que les affiches, prospectus, annonces et circulaires puissent indiquer que les souscriptions seront reçues par un tiers, sans une autorisation expresse de celui-ci.

Il paraît inutile d'insister sur l'importance de cette disposition; il est arrivé, en effet, que des émetteurs n'ont pas hésité à indiquer, dans un but intéressé, par la voie des annonces et prospectus, que les souscriptions seraient reçues, notamment, par un agent de change, alors que celui-ci ne les avait pas autorisés à user de son nom.

La mesure proposée est destinée à réprimer cet abus.

L'article 11 est inspiré par la même idée.

L'enquête faite par le Gouvernement a révélé que certains émetteurs, par une rédaction habile de leurs prospectus, arrivaient à faire croire que l'émission avait pour ainsi dire une estampille officielle. C'est pour déjouer une pareille manœuvre que le paragraphe premier de l'article 11 dispose que la mention de l'insertion de la notice au *Bulletin des annonces légales obligatoires*, doit spécifier que cette insertion a été faite en exécution de la loi nouvelle et reproduire le titre complet du bulletin.

D'autre part, l'expérience a démontré qu'en vue de favo-

riser l'émission, les prospectus, annonces ou circulaires font parfois usage du nom d'un tiers ou d'une société, et, notamment, mentionnent le nom de ce tiers parmi les membres du Conseil d'administration ou de surveillance de la société, sans que l'intéressé ait autorisé l'usage de son nom ou ait même été informé de cet usage. Le paragraphe 2 de l'article 11, interdit d'une manière générale l'emploi du nom d'un tiers ou d'une société, à moins d'une autorisation spéciale, qui devra être expressément mentionnée dans les annonces, prospectus et autres écrits où ce nom figurera.

L'article 12 est relatif à la constatation des infractions et à leur répression.

D'après l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907, les agents de l'Administration de l'Enregistrement sont seuls chargés de constater les infractions commises : le nouveau texte confie également ce soin à tous les officiers de police judiciaire.

En outre, il établit de nouvelles sanctions. Deux sortes d'infractions sont prévues :

1° Les infractions matérielles (mentions omises ou erronées soit dans les notices, soit dans les affiches, prospectus, circulaires et annonces) sont punies séparément et indistinctement d'une amende de 1.000 à 20.000 francs. Il convient de remarquer que si le chiffre de ces pénalités est inférieur en apparence à celui des pénalités édictées par la loi de 1907 (de 10.000 à 20.000 fr.), le nouveau système de répression est, en réalité, plus rigoureux : d'une part, par exception aux dispositions du paragraphe 2 de l'article 365 du Code d'instruction criminelle, il sera dû autant d'amendes qu'il y aura d'infractions relevées, et d'autre part, le délin-

quant ne pourra, dans ce cas, invoquer des circonstances atténuantes et demander, comme le permet la loi de 1907, le bénéfice de l'article 463 du Code pénal :

2° Les infractions commises avec intention frauduleuse sont punies, *en outre*, d'un emprisonnement d'un an au moins et de cinq ans au plus, sans préjudice de l'application de l'article 405 du Code pénal aux faits constitutifs du délit d'escroquerie. Le coupable pourra être, de plus, à compter du jour où il aura subi sa peine, interdit pendant cinq ans au moins et dix ans au plus, des droits civiques, civils et de famille mentionnés en l'article 49 du Code pénal. Toutefois, en l'espèce, l'article 463 du même Code s'appliquera, en cas de condamnation à l'emprisonnement, sauf s'il y a récidive dans un délai de cinq années à compter de l'expiration de la peine.

L'article 23 ne correspond à aucune disposition de la loi du 30 janvier 1907.

Le paragraphe premier a pour but de conférer à tout acheteur, *nonobstant toute convention contraire*, le droit de réclamer aux émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs la réparation civile du préjudice qui lui a été cause par le fait de l'omission dans les annonces, prospectus et autres écrits visés par l'article 8, de l'une quelconque des indications prescrites ou de l'inexactitude de ces indications. Le texte réserve, d'ailleurs, aux émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs, dont la responsabilité civile serait engagée, un recours contre la société ou les tiers qui leur auraient fourni des renseignements inexacts.

Le paragraphe 2 établit la sanction attachée à l'interdiction du paragraphe 2 de l'article 11. Il dispose que les émetteurs, metteurs en vente et introducteurs qui auront fait usage dans les annonces, prospectus et autres écrits, du nom d'un tiers sans y avoir été autorisés par celui-ci ou qui auront attribué indûment à ce dernier la qualité de membre du Conseil d'administration ou de surveillance de la société qui a émis ou doit émettre les titres, seront responsables envers ce tiers du préjudice résultant de l'usage abusif du nom et tenus, en outre, personnellement et solidairement, de tous les frais et dépens qui pourraient lui incomber à raison de ce fait.

L'article 14 renvoie à un règlement d'administration publique le soin de déterminer les conditions de la publication des notices prévues par les articles 2, 3, 4 et 5 et de fixer les tarifs de cette publication, ainsi que les charges à imposer au concessionnaire de l'exploitation du *Bulletin des annonces légales obligatoires*.

L'article 15 et dernier n'a d'autre but que de maintenir l'application de l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907, jusqu'à l'entrée en vigueur de la nouvelle loi, qui ne deviendra exécutoire que trois mois après la promulgation du règlement d'administration publique prévu par l'article précédent.

Réglementer d'une façon précise, logique, complète, la publicité qui doit précéder l'émission, l'exposition, l'offre, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France de tous les titres, de quelque nature qu'ils soient, autres que les fonds de l'État français, élargir cette publicité de manière à garantir nos nationaux contre de trop fréquentes exploi-

tations, empêcher les fraudes adroitement pratiquées au moyen des affiches, des prospectus, des circulaires, des annonces dans les journaux ; obliger les émetteurs, les exposants, les metteurs en vente et les introducteurs à donner sous leur propre responsabilité, civile et pénale, toutes les indications permettant, ou bien au Parquet de sévir — si elles sont incomplètes ou erronées — ou bien à l'acheteur de se renseigner facilement et de s'engager en connaissance de cause ; protéger le public même contre sa propre imprudence et sauvegarder la petite épargne sans froisser les susceptibilités des États étrangers, sans mettre obstacle aux entreprises honnêtes et sans porter préjudice à notre marché français, telles sont les considérations qui ont guidé le Gouvernement dans l'élaboration du projet de loi qu'il a l'honneur de soumettre à vos délibérations.

PROJET DE LOI

Le Président de la République française.

DÉCRÈTE :

Le projet de loi dont la teneur suit sera présenté à la Chambre des députés par le Ministre des Finances et par le Garde des Sceaux, Ministre de la Justice, qui sont chargés d'en exposer les motifs et d'en soutenir la discussion :

ARTICLE PREMIER. — L'émission, l'exposition, l'offre, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France d'actions, d'obligations, de parts ou de tous titres, de quelque

nature qu'ils soient autres que les fonds de l'État français seront assujetties aux formalités ci-après :

ART. 2. — Préalablement à toute mesure de publicité, les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs d'actions, d'obligations, de parts ou de tous titres, de quelque nature qu'ils soient, des sociétés françaises ou étrangères doivent faire insérer au *Bulletin des annonces légales obligatoires* à la charge des sociétés financières une notice contenant les énonciations suivantes :

1° La dénomination complète de la société et la raison sociale :

2° L'indication de la législation, française ou étrangère, sous le régime de laquelle fonctionne la société ;

3° La date de l'acte de société et celle de tous actes modificatifs et, en ce qui concerne les sociétés étrangères, la traduction intégrale de leurs statuts en langue française ;

4° Le siège social, avec l'adresse complète de ce siège ;

5° L'objet de l'entreprise ;

6° La durée de la société et la date à laquelle elle prend fin ;

7° Les dispositions relatives à la composition des assemblées générales, à la convocation de ces assemblées et à leur lieu de réunion ;

8° Les noms, prénoms, nationalité, qualité, domicile et adresse des membres des conseils d'administration et de surveillance, quelle que soit d'ailleurs leur dénomination, ainsi que des commissaires des comptes, censeurs ou autres personnes chargés par l'assemblée des actionnaires d'exercer un contrôle sur la gestion financière de la société ;

9° Les noms, prénoms, nationalité, domicile et adresse des personnes qui ont fait des apports en nature, la consistance et le mode de rémunération de ces apports, les charges hypothécaires ou autres qui les grèvent et les mutations à titre onéreux dont ils ont été l'objet pendant les cinq dernières années, ainsi que les conditions auxquelles ces mutations ont été faites ;

10° La mention des avantages attribués aux fondateurs, aux administrateurs, au gérant et à toute autre personne ;

11° Le montant du capital social, avec l'indication, par catégorie, du nombre, de la valeur nominale et de la quotité libérée des actions ou parts qui le composent, le montant du capital souscrit, le montant du capital effectivement versé ;

12° Le montant des emprunts antérieurs, contractés sous forme d'obligations ou toute autre forme, avec la mention de l'intérêt et l'indication des garanties qui y sont attachées, ainsi que des actes constitutifs desdites garanties, le tableau des amortissements effectués et de ceux restant à effectuer ;

13° Le dernier bilan ou la mention qu'il n'en a pas été dressé encore ;

14° Le nombre, la valeur nominale des titres offerts au public, le mode et, s'il y a lieu, le taux de leur rémunération, les garanties qui y sont attachées avec la mention des actes qui les auraient constituées, l'époque et les conditions de remboursement ;

15° Le texte des engagements pris par la société au sujet des taxes tant françaises qu'étrangères auxquelles les titres

offerts au public sont ou pourront être ultérieurement soumis.

ART. 3. — Les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs des titres d'emprunt de corporations, villes, provinces, États provinciaux ou fédérés et de toute collectivité publique étrangère autre que les États souverains et indépendants, doivent, avant toute mesure de publicité, faire insérer au *Bulletin des annonces légales*, une notice contenant les indications suivantes :

- 1^o Recettes et dépenses du dernier exercice ;
- 2^o Montant des dépenses afférentes au service de la dette existante ;
- 3^o Montant et type des emprunts antérieurement contractés et non remboursés avec la mention de leur objet spécial et, s'il y a lieu, des gages qui y sont attachés ;
- 4^o Le texte de l'acte, quel qu'il soit, qui a sanctionné l'emprunt ;
- 5^o Les garanties spéciales de l'emprunt avec extrait de l'acte qui les a constituées ou la déclaration que l'emprunt est gagé sur les ressources générales de la collectivité emprunteuse ;
- 6^o La mention que l'emprunt est autorisé ou non autorisé, garanti ou non garanti par l'État souverain dont relève la collectivité qui emprunte et, dans l'affirmative, le texte de l'acte qui a autorisé ou garanti cet emprunt. S'il n'y a pas autorisation, la notice doit indiquer que la législation de l'État souverain n'exige pas cette autorisation ;
- 7^o Le nombre, la valeur nominale des titres offerts au

public, le taux de l'intérêt qui y est attaché, les garanties spéciales de l'emprunt avec extrait de l'acte qui les a constituées ou la déclaration que l'emprunt est gagé sur les ressources générales de la collectivité emprunteuse, l'époque et les conditions de remboursement ;

8° Le texte des engagements pris par la collectivité emprunteuse au sujet des taxes tant françaises qu'étrangères auxquelles les titres offerts au public sont ou pourront être ultérieurement soumis .

ART. 4. — Les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs des titres d'emprunt d'États étrangers souverains et indépendants, de pays soumis au protectorat de la France, de colonies, de départements, de communes, d'établissements publics ou d'utilité publique français, doivent, avant toute mesure de publicité, faire insérer au *Bulletin des annonces légales*, une notice contenant les indications suivantes :

1° Le texte de l'acte, quel qu'il soit, qui a sanctionné l'emprunt ;

2° Le nombre, la valeur nominale des titres offerts au public, le taux de l'intérêt et, s'il y a lieu, les garanties qui y sont attachées, l'époque et les conditions de remboursement, le texte des engagements pris au sujet des taxes tant françaises qu'étrangères auxquelles les titres sont ou pourront être ultérieurement soumis .

ART. 5. — Tout changement dans les énonciations de la notice, survenu après sa publication et avant l'émission, l'exposition, l'offre, la mise en vente ou l'introduction sur

le marché doit donner lieu à la publication, dans le même Bulletin et avant toute autre mesure de publicité, d'une notice complémentaire ou rectificative.

ART. 6. — Toutes les mentions prescrites par les articles 2, 3, 4 et 5 seront en langue française et la valeur des monnaies étrangères sera exprimée en francs au cours du jour.

ART. 7. — Les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs doivent être domiciliés en France; ils sont tenus de signer les notices, d'en attester la sincérité et de faire suivre leur signature de leur qualité, domicile et adresse. Ils doivent, en outre, pour les sociétés dont les statuts sont rédigés dans une langue étrangère, affirmer que la traduction insérée dans la notice est complète, sincère et conforme au texte original.

ART. 8. — Les affiches, prospectus, annonces et circulaires ayant trait à l'émission, l'exposition, l'offre, la mise en vente ou l'introduction sur le marché en France d'actions, d'obligations, de parts ou de tous titres visés aux articles 2, 3 et 4 doivent reproduire les énonciations de la notice ou des notices prévues par l'article précédent, avec l'indication de la date de l'insertion desdites notices au *Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières* et du ou des numéros dans lesquels elles ont été publiées.

Les affiches, prospectus, annonces et circulaires doivent être signés par les émetteurs, exposants, metteurs en vente ou introducteurs qui doivent faire suivre leur signature de

leurs qualités, domicile et adresse. Ceux-ci doivent, en outre, en ce qui concerne les sociétés étrangères qui ont publié une traduction dans la ou les notices, certifier que les affiches, prospectus, annonces et circulaires, reproduisent bien littéralement et complètement les termes de cette traduction.

Aucune annonce ne peut être faite dans les journaux sans reproduire les énonciations de la ou des notices ou, tout au moins, un extrait de ces énonciations avec renvoi à la ou auxdites notices et référence aux numéros du *Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières*, où elles ont été publiées. Ces mentions doivent être imprimées en caractères de dimension au moins égale à la partie principale de l'annonce.

ART. 9. — Les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs doivent tenir à la disposition de tout acheteur ou souscripteur qui en fera la demande le ou les numéros du *Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières* où ont été publiées la ou les notices prévues dans la présente loi.

La présente disposition sera affichée ostensiblement dans tous les locaux où sont acceptées les souscriptions ou reçus les versements.

ART. 10. — En aucun cas, il ne peut être fait mention dans les affiches, prospectus et autres écrits désignés à l'article 8 que l'admission à la cote des titres à émettre, à exposer, à mettre en vente ou à introduire sur le marché en France est ou sera demandée dans une Bourse française.

Ces mêmes écrits ne peuvent indiquer que les souscriptions seront reçues par un tiers, sans une autorisation expresse de celui-ci.

ART. 11. — La mention dans les écrits visés à l'article 8 qu'une insertion a été faite au *Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières* doit spécifier expressément que cette insertion a eu lieu en exécution de la présente loi et reproduire le titre complet du Bulletin.

Est interdit l'emploi dans les mêmes écrits du nom d'un tiers ou d'une société, à moins d'une autorisation spéciale et signée qui devra être expressément mentionnée dans lesdits écrits.

ART. 12. — Les infractions aux dispositions qui précèdent sont constatées par les agents de l'Administration de l'Enregistrement et tous officiers de police judiciaire.

Toute infraction à chacune des dispositions de la présente loi est punie d'une amende de 1.000 à 20.000 francs.

Si l'infraction a été commise avec intention frauduleuse, le coupable est puni, en outre, d'un emprisonnement d'un an au moins et de cinq ans au plus, sans préjudice de l'application de l'article 405 du Code pénal aux faits constitutifs du délit d'escroquerie. Le coupable pourra être, de plus, à compter du jour où il aura subi sa peine, interdit, pendant cinq ans au moins et dix ans au plus, des droits mentionnés en l'article 42 du Code pénal.

Les dispositions du paragraphe 2 de l'article 365 du Code d'instruction criminelle ne sont pas applicables aux condamnations prévues au paragraphe 2 du présent article.

L'article 463 du Code pénal s'appliquera seulement en cas de condamnation à l'emprisonnement, sauf s'il y a récidive dans un délai de cinq années à compter de l'expiration de la peine ou de sa prescription.

ART. 13. — Nonobstant toute convention contraire, les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs seront personnellement et solidairement responsables envers tout détenteur des titres émis, exposés, mis en vente ou introduits sur le marché français, du préjudice résultant de l'omission, dans les annonces, prospectus et autres écrits ci-dessus visés, de l'une quelconque des indications prescrites, ou de l'inexactitude de ces indications, sauf toutefois, dans ce dernier cas, leur recours contre la société ou les tiers qui leur auraient fourni les renseignements inexacts.

Les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs qui auront fait usage, dans lesdites annonces, prospectus et autres écrits, du nom d'un tiers, sans y avoir été autorisés par celui-ci ou qui auront attribué indûment à ce tiers la qualité de membre du conseil d'administration ou de surveillance de la société qui a émis ou doit émettre les titres, seront responsables envers ce tiers du préjudice résultant de l'usage abusif du nom et tenus, en outre, personnellement et solidairement de tous les frais et dépens qui pourraient lui incomber à raison de ce fait.

ART. 14. — Un règlement d'administration publique déterminera les conditions de la publication des notices prévues par les articles 2, 3, 4 et 5 de la présente loi dans *le Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés*

financières et fixera les tarifs de cette publication ainsi que les charges à imposer au concessionnaire de l'exploitation du Bulletin dont il s'agit.

ART. 15. — La présente loi ne sera exécutoire que trois mois après la promulgation du règlement d'administration publique prévu à l'article 14. Les dispositions de l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907 cesseront, à partir de la même date, de recevoir leur application.

Fait à Paris, le 5 novembre 1912.

Signé : A. FALLIÈRES

Par le Président de la République :

Le Ministre des Finances.

Signé : L.-L. KLOTZ

*Le Garde des Sceaux,
Ministre de la Justice,*

Signé : ARISTIDE BRIAND

BIBLIOGRAPHIE

- BECQUÉ (Émile). — L'Internationalisation des capitaux. Coulet et fils. Montpellier, 1912.
- COLIN (Maurice). — Des mesures à prendre pour défendre l'épargne dans les sociétés par actions. Laroze et Tenin, 1911.
- GUICHARD (Georges). — De la protection de l'épargne nationale et des syndicats de porteurs de valeurs étrangères. Thèse de Poitiers, 1901.
- GUILLAUME (Louis). — L'Épargne française et les valeurs mobilières étrangères. Thèse de Paris, 1907.
- JOBIT (Maurice). — Les Valeurs étrangères et les lois d'impôt (Traité pratique. Guillaumin et C^{ie}, 1898).
- LÉOUZON LE DUC (G.). — La Réforme des sociétés par action. Giard et Brière, 1910.
- MORAND (Edmond). — Les Sociétés d'obligataires. Thèse de Paris, 1911.
- NEYMARCK (Alfred). — Finances contemporaines. L'épargne française et les valeurs mobilières, 1872-1910. Félix Alcan, 1911.
- Protectionnisme et nationalisme financier (« L'Information » du 10 janvier 1913).
 - Allocution à la réunion de la Société d'Économie politique du 4 février 1911 (Journal des Économistes du 15 février 1911).
 - Rapport général de la commission chargée d'exa-

- miner le régime fiscal des valeurs mobilières étrangères autres que les fonds d'État. Paul Dupont, 1910.
- THALLER (E.). — Syndicats financiers d'émission, organisation, responsabilité. Arthur Rousseau, 1910.
- WAHL (A.). — Traité du régime fiscal des sociétés et des valeurs mobilières. Arthur Rousseau, 1909.
- Annuaire 1912 de l'Association Nationale des Porteurs français de valeurs étrangères.
-

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
AVANT-PROPOS. — L'Épargne française et les valeurs mobilières étrangères.	5
PREMIÈRE PARTIE	
<i>Les Placements étrangers</i>	
CHAPITRE PREMIER. — Les Causes des placements étrangers.	13
CHAPITRE II. — Avantages et inconvénients pour l'épargne des placements étrangers.	24
CHAPITRE III. — Est-il possible et serait-il de l'intérêt de notre épargne nationale de l'écarter des valeurs mobilières étrangères.	29
CHAPITRE IV. — Comment s'effectuent les placements étrangers.	32
DEUXIÈME PARTIE	
<i>La Réglementation actuelle et l'intérêt de l'épargne</i>	
CHAPITRE PREMIER. — La Législation fiscale française des valeurs étrangères.	37
CHAPITRE II. — Les Admissions à la cote. Cote officielle. Cote du marché libre.	47
CHAPITRE III. — Article 3 de la loi du 30 janvier 1907 et projet du 5 novembre 1912.	63
1 ^o Organisation de la publicité des émissions.	63
2 ^o Responsabilité des émetteurs	89
3 ^o Appréciation du projet du 5 novembre 1912,	96

CHAPITRE IV. — L'Association nationale des porteurs français de valeurs étrangères.....	107
CHAPITRE V. — Résumé et critique générale de la réglementation actuelle.....	111

TROISIÈME PARTIE

*Propositions en vue d'une défense plus effective de l'épar-
gne contre l'émission et le commerce en France des
Valeurs mobilières étrangères*

CHAPITRE PREMIER. — Comment protéger l'épargne au moment où elle est sollicitée.....	119
1 ^o Mesures à prendre contre les émetteurs de Valeurs mobilières étrangères.....	119
2 ^o Mise au point de la publicité légale des émissions.....	132
CHAPITRE II. — Organisation de la publicité postérieure aux émissions.....	143
CHAPITRE III. — L'Action directe pour la sauvegarde de l'épargne.....	152
CONCLUSION.....	168
ANNEXES.....	176
BIBLIOGRAPHIE.....	231

IMP. DE LA LIBR. GIARD ET BRIÈRE, 16, RUE SOUFFLOT — 2079-13
